

全球经济金融展望报告

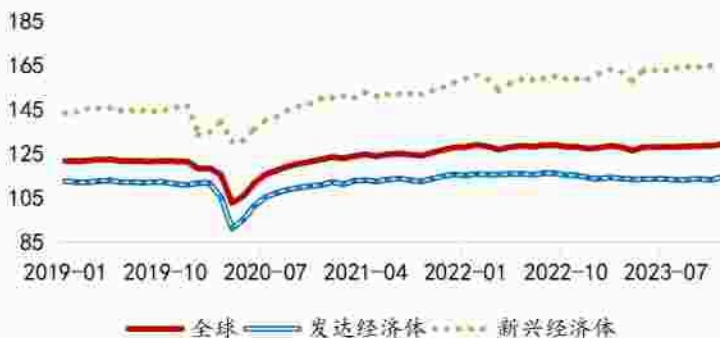
2024 年第 2 季度（总第 58 期）

报告日期：2024 年 4 月 1 日

要点

- 2024 年一季度，全球经济增长动能减弱。发达经济体消费增长降温，投资活动低迷，政府支出趋紧。但制造业逐步摆脱疲弱状态，服务业延续良好表现，全球贸易缓慢复苏。供给改善、需求下滑推动全球通胀整体回落。主要经济体财政政策收紧，货币政策迎来拐点。全球汇率市场波动加剧，融资利率维持高位，全球股市持续攀升。
- 展望 2024 年二季度，预计全球经济增速将小幅回落。需求收缩将成为主要拖累因素，全球生产有望延续企稳复苏态势。全球通胀压力将进一步缓解。全球流动性供给总体平稳，全球股票投资组合逐步转向，大宗商品价格相对平稳。
- 日本产业链政策调整最新趋势及对中国影响、美国货币市场基金的结构脆弱与潜在风险等热点问题值得关注。

全球工业生产指数变化趋势（2010 年=100）



资料来源：荷兰经济分析局，中国银行研究院

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：郭志寰

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）

李振龙（伦敦）

王哲（东京）

谢金铭（香港）

联系人：曹鸿宇

电话：010-66594053

邮件：yjycaohongyu@bank-of-china.com

全球经济增长动能承压，货币政策周期迎来拐点

——中国银行全球经济金融展望报告（2024 年第 2 季度）

2024 年一季度，全球经济持续承压，需求疲软成为主要拖累因素。发达经济体消费增长降温，投资活动持续低迷，政府支出趋紧，贸易活动缓慢复苏。全球制造业逐步摆脱疲弱状态，服务业延续良好表现。供给改善、需求下滑推动全球通胀回落。主要发达经济体中，美国维持温和增长，欧元区整体低迷，日本呈弱复苏态势，英国经济筑底回升；主要新兴经济体中，韩国、墨西哥和东南亚等制造业出口型经济体增长势头整体好转，沙特、巴西、俄罗斯等大宗商品出口国部分商品出口增长受阻，印度经济延续高增长态势，埃及等部分国家陷入困境。主要经济体货币政策面临拐点，日本央行退出“负利率”。外商直接投资呈“区域化”特征，证券组合投资表现分化。全球汇率市场波动性增大，国际市场融资利率维持高位，全球股市持续攀升，黄金价格再创新高。

展望 2024 年二季度，预计全球经济增速将小幅回落。主要发达经济体消费降温、财政支出收紧势头更加明显，全球贸易增速继续恢复，向历史均值靠拢。全球生产有望延续企稳复苏态势，供应链扰动对通胀影响趋弱，全球通胀压力进一步缓解。美欧央行预计二季度前后步入降息周期。全球流动性供给总体平稳，跨境资本流动节奏放缓。外汇市场将呈现美强欧弱格局，日元汇率将步入上行通道。全球股票投资组合逐步转向，亚欧股市吸引力提升。大宗商品价格相对平稳，黄金价格仍将呈现偏强走势。本期报告分别对日本产业链政策调整最新趋势及对中国影响、美国货币市场基金的结构脆弱与潜在风险两个专题展开分析。

一、全球经济回顾与展望

（一）全球经济增长动能减弱，下行风险集聚

2022年以来，全球地缘政治风险加剧、产业链供应链深刻重塑、主要发达经济体收紧货币政策，加大了疫后全球经济复苏难度，全球经济增长面临的不稳定和不确定因素增多。2023年全球经济增速为2.7%（市场汇率法），比2022年低0.3个百分点。2024年一季度，全球经济增长动能承压，供给、需求两端表现分化。

从供给端看，全球制造业逐渐从疫情后疲弱状态恢复，全球服务业延续较好表现。2024年2月，全球制造业PMI时隔1年半后再次回升至50%以上，连续两个月增长；全球服务业PMI连续4个月增长。截至2024年3月15日，在Wind统计的71项全球主要经济体PMI指标中，2024年2月处于扩张状态的指标占比60.6%，高于1月份的53.2%，为2023年2月以来最高。在全球产业链重构背景下，欧美各国普遍加大产业政策使用，提升对制造业的补贴和支持力度。2024年2月，欧盟理事会和欧洲议会就《净零工业法案》达成临时协议，旨在加强欧盟在工业绿色技术方面的优势；美国早在2022年就推出《通胀削减法案》《芯片与科学法案》等产业政策，通过向企业提供资金补贴和税收减免等优惠措施，刺激半导体、清洁能源、新能源汽车等相关企业投资。上述政策提振了欧美国家工业生产能力，美国、英国、意大利等欧美主要发达经济体工业生产指数逐渐上行。此外，中国和印度工业生产延续较好表现，带动新兴经济体工业生产指数整体回升。荷兰经济分析局测算显示，2023年12月全球工业生产指数为129.3，较2022年同期增长1.5%（图1）。

图 1：全球工业生产指数变化趋势（2010 年=100）

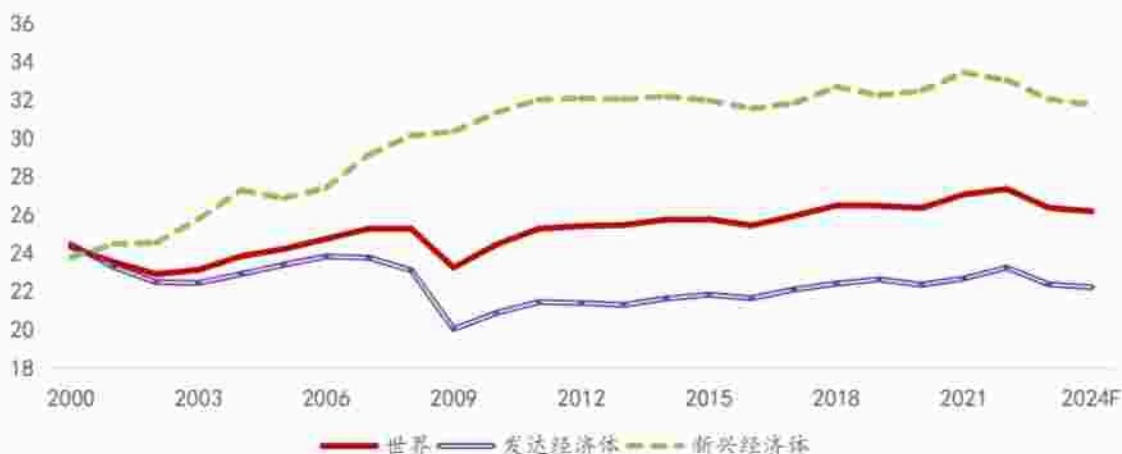


资料来源：荷兰经济分析局，中国银行研究院

从需求端看，主要经济体居民消费有所降温，私人投资延续低迷态势，政府财政支出趋于收紧。一是发达经济体居民消费逐渐降温。在制造业和服务业复苏带动下，主要经济体就业和薪资维持较好表现，一定程度上稳定了家庭消费支出。不过随着企业破产增加以及欧美国家疫情后积累的超额储蓄逐渐消耗，发达经济体私人消费支出增长乏力。2024 年 1 月，美国私人消费环比下降 0.1%，为 2023 年 4 月以来最低；日本商业销售额环比下降 17.3%。预计一季度居民消费对全球 GDP 增长的贡献率将依然为正，但贡献幅度将收窄。二是主要经济体紧缩货币政策对私人投资持续带来抑制作用。IMF 预计 2024 年全球固定资产投资占 GDP 比重为 26.2%，较 2023 年下降 0.2 个百分点，连续第二年下降，但降幅较 2023 年收窄 0.8 个百分点（图 2）。主要经济体实施的积极产业政策刺激了企业建筑投资和设备投资，一定程度上弱化了紧缩性货币政策对私人投资的负面影响，这是本轮加息周期与过去周期明显不同的地方，有利于平缓私人投资波动。三是主要经济体财政支出减少。在政府债务压力下，主要经济体财政政策逐渐回归正常化，财政支出对经济贡献度下降。2024 年 1 月，美国联邦政府财政支出环比下降 10.6%。2023 年欧盟平均政府赤字率为 3.3%，约有 12 个

欧盟国家赤字率超过规定的 3%。为降低赤字率，多国调整财政支出计划，德国 2024 年大规模削减财政预算，法国 2024 年财政预算规模较 2023 年下降 1%。

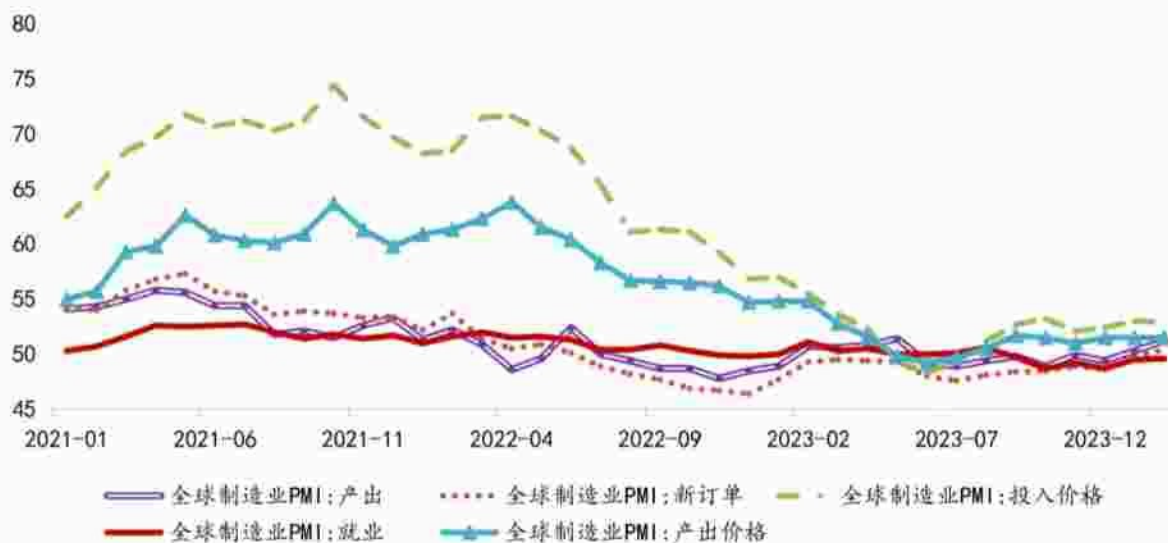
图 2：全球投资率变化趋势（%）



资料来源：IMF，中国银行研究院

展望二季度，预计全球经济增速将小幅回落。从供给端看，制造业呈现企稳迹象，在全球制造业 PMI 多个分项指标中，产出、新订单和就业指数明显回升，投入价格指数小幅下行，各项重要指标的改善，预示着二季度全球制造业有望继续维持复苏态势（图 3）。产出指数增长，表明全球制造业生产能力逐步恢复，产品供应能力增强；新订单指数上升，表明市场对制成品需求回暖，对制造业提升产能利用率、增加产出具有积极推动作用；就业指数增长，反映制造业就业环境改善，有利于提高居民就业信心；投入价格指数下行，表明制造业生产成本下降，有利于提高企业盈利水平。此外，全球服务业将延续疫情后较好的复苏态势，全球商务活动将持续增加，交通、旅游、餐饮、娱乐等接触型服务业产出将稳步增长。

图 3：全球制造业 PMI 指数分项变动趋势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

从需求端看，二季度，主要经济体居民消费降温势头将更加明显，对经济支撑作用进一步减弱。受持续高利率影响，2023 年下半年以来，欧美等发达经济体企业破产数量大幅增加，劳动力市场逐渐降温，薪资增速放缓，叠加超额储蓄消耗，消费者支出将受到负面影响。与此同时，全球固定资产投资将继续受到紧缩性货币政策影响，短期表现难有明显改观。全球主要经济体财政支出将继续维持紧平衡状态，财政开支将受到更多约束。

综合看，预计 2024 年二季度全球实际 GDP 同比增速为 2.4%，较一季度下降 0.1 个百分点。预计全年实际 GDP 增速在 2.5% 左右，较 2023 年下降 0.2 个百分点。

（二）商品供需形势持续改善，全球通胀延续回落态势

2024 年一季度，全球通胀整体回落，但能源和贸易品价格反弹导致部分经济体通胀再度走高。从商品供需形势看，全球生产稳定复苏，特别是制造业生产逐渐从低迷状态中恢复，需求有所降温，供不应求状况持续改善。从流动性环境看，全球利率中枢维持高位，货币环境整体偏紧，推动全球 CPI 增速回落。

从大宗商品和进口消费品价格走势看，一季度受地缘政治冲突影响，苏伊士运河、红海等连接亚非欧大陆的国际贸易主要航道运输效率下降，导致国际能源价格以及相关地区进口消费品价格上涨，驱动中东和非洲部分新兴经济体 CPI 增速回升。

2024 年 1 月，在公布 CPI 数据的 73 个经济体中，CPI 同比增速下降的有 46 个，占比为 63.0%。G20 经济体 GDP 加权平均通胀率为 5.0%，较 2023 年底下降 0.1 个百分点。进入 2 月后，形势有所变化，在公布 CPI 数据的 37 个经济体中，通胀反弹的经济体占比为 45.9%，较 1 月提高 8.9 个百分点，通胀顽固性凸显。其中，阿根廷、土耳其、埃及等经济体通胀绝对水平高且涨幅较大，国内均面临“恶性通货膨胀、汇率大幅贬值、外债偿付压力加大”等问题；中国、越南、菲律宾、泰国、韩国、印尼等亚太新兴经济体通胀绝对水平低（均低于 4%），但短期有所反弹，可能与能源、工业金属等大宗商品价格回升导致生产成本和消费品价格提高有关；美国通胀再度走高（提高 0.1 个百分点），下行趋势暂时逆转，不过欧元区和欧洲主要发达经济体通胀仍延续下行趋势（表 1）。

表 1：G20 经济体 CPI 同比增速变动（%）

	2023 年	2024 年			2023 年	2024 年	
	12 月	1 月	2 月		12 月	1 月	2 月
中国	-0.3	-0.8	0.7	法国	3.7	3.1	2.9
意大利	0.6	0.8	0.8	英国	4.0	4.0	3.4
沙特阿拉伯	1.5	1.6	1.8	澳大利亚	3.4	3.4	N.a
日本	2.6	2.2	2.8	巴西	4.6	4.5	4.5
印度尼西亚	2.6	2.6	2.8	墨西哥	4.9	4.9	4.4
韩国	3.2	2.8	3.1	印度	5.7	5.1	5.1
加拿大	3.4	2.9	2.8	南非	5.2	5.3	5.6
德国	3.7	2.9	2.5	俄罗斯	7.4	7.4	7.7
美国	3.4	3.1	3.2	土耳其	64.8	64.9	67.1
欧盟	3.4	3.1	2.8	阿根廷	210.1	249.9	277.1

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2024 年二季度，预计全球通胀压力将进一步缓解。全球供需状况将持续改善，制造业产出将继续稳步增长，亚太新兴经济体出口形势持续好转，将

增加全球商品供给，发达经济体企业破产增加和工资增速放缓将导致需求继续回落。从流动性环境看，偏紧的金融环境将继续对消费和投资形成抑制，欧美国家通胀有望继续回落。不过二季度红海危机和巴拿马运河干旱问题将持续扰动全球供应链，主要国际航道的集装箱运货量、邮轮及天然气运输船通行量持续遭受影响，能源等大宗商品价格可能维持在高位，将影响全球通胀回落速度。全球气候变化可能影响粮食产量，2023年为有温度记录以来最热的一年，2024年地球气温可能继续上升，高温干旱等极端气候事件将对全球粮食产量带来负面影响，二季度国际粮价可能再度走高。由于食品在低收入经济体消费篮子中占据最大份额，食品价格回升将加剧低收入经济体通胀压力。对于阿根廷、土耳其、埃及等正遭受恶性通货膨胀困扰的经济体来说，经济主体对本币的信心不断下降，如果不能采取有效措施，将进一步陷入通胀走高和汇率贬值的恶性螺旋。

（三）全球贸易艰难复苏，服务贸易成为重要推动力量

2023年全球贸易表现低迷。联合国贸发会议数据显示，全球出口额为30.6万亿美元，较2022年历史高点下降4.7%；出口/GDP为32.9%，较2022年下降2.7个百分点；商品出口22.9万亿美元，较2022年下降8.0%；服务出口7.6万亿美元，较2022年增长7.0%（图4）。发展中国家商品出口增速下滑（下降7%以上），全球通胀回落导致贸易品价格走低成为贸易额增长乏力的主要原因。在地缘环境日趋复杂背景下，政治关联成为影响全球贸易流向的重要变量。2023年，中美双边贸易规模下降，墨西哥成为美国第一大进口来源国，俄罗斯对外贸易区域结构发生深刻变化。

图 4：全球出口额变化趋势（万亿美元）



资料来源：联合国贸发会议，中国银行研究院

2024 年以来，全球贸易呈回暖迹象。世界贸易组织发布的货物贸易晴雨表指数回升至 100.6¹，出口订单增多、航空货物贸易和原材料贸易增长成为推动贸易复苏的主要力量，主要经济体贸易数据普遍出现改善。然而，受自然灾害、地缘冲突升级等因素影响，苏伊士运河和巴拿马运河运力大幅下滑，全球供应链紧张指数由 2023 年 12 月末的 -0.16 大幅升至 2024 年 2 月末的 0.10²。航道阻塞带来的运量下降和成本上升，延缓了全球货物贸易恢复速度（专栏 1）。2024 年以来，以交通、旅游为代表的全球服务贸易复苏态势良好。2024 年 1 月，国际航空运输协会（IATA）发布的全球航空客运收益公里数（RPK）³同比增长 16.6%，已基本恢复至 2019 年疫情前水平。其中，亚太、非洲和中东地区的 RPK 恢复速度较为明显，成为服务贸易较快增长的重要支撑。展望 2024 年二季度，全球贸易增速将延续恢复态势，并向历史均值靠拢。全球通胀降幅趋缓有利于形成对贸易品价格支撑；美元、欧元等全球主要贸易计价货币成本趋降、流动性条件改善，有利于促进贸易融资；疫情影响消退背景下，交通、旅游业的复

¹ 货物贸易晴雨表指数属于贸易先行指标，历史平均趋势设计为 100，当指数大于 100 时表明未来贸易将呈现高于历史趋势的扩张态势。

² 供应链压力指数由美国应用宏观经济学和计量经济学中心编制。该指数为 0 表示处于历史均值水平，具体数字表示偏离历史均值的标准差倍数，正值越大说明压力指数越大。

³ RPK 指标等于能够为航空公司产生收入的乘客数量与航行里程的乘积，该指标增速越快反映出航空业恢复的状态越好。

苏以及数字经济发展，将支撑全球服务贸易以较快速度增长。当然，全球贸易恢复也面临一些不确定因素，包括区域冲突可能扩大升级，冲击供应链韧性；航道阻塞对货物贸易产生拖累效应；多国面临大选，对外政策可能发生较大改变，加征关税、强化出口管制等限制措施可能加码。

专栏 1：苏伊士运河运力下滑对全球贸易的影响

苏伊士运河连接印度洋与地中海、大西洋，是全球最繁忙的航道之一。2023 年，约有 26000 艘船只穿越苏伊士运河，其中散装船占比 28%，油轮占比 24%，集装箱占比 23%。新一轮巴以冲突后，为支持巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动，也门胡赛武装自 2023 年 11 月在红海航道袭扰“与以色列相关”船只，对苏伊士运河运力造成严重冲击。

红海危机严重影响欧亚海上货物运输，建筑、汽车、化学和机械等相关行业的中间品运输面临阻断，部分国家能源和粮食安全也受到威胁。苏伊士运河航线受阻对沿线国家产生重要影响。苏伊士运河是埃及财政收入重要来源，航线受阻对埃及相关收入影响超过 40%。部分中东和非洲国家对外贸易高度依赖苏伊士运河，例如苏丹（34%）、也门（32%）、吉布提（31%）、沙特（26%）、肯尼亚（15%）、坦桑尼亚（10%）。大量货船不得不改变航道，绕行非洲南端好望角，造成行程和运输成本大幅上升。2023 年 12 月上旬至 2024 年 2 月上旬，通过亚丁湾的船舶吨位同比下降 70%；同期，经过好望角船舶吨位增加 60%。2024 年 2 月末，累计超 630 艘货船改道好望角。行程增加导致大量船舶不得不加快航行速度，从而显著增加燃油消耗，航运成本水涨船高，海运运费率（Freight Rate）上涨呈现结构性特征。2023 年 11 月以来，亚太至欧洲航线的集中箱海运运费率大幅上涨，2023 年 12 月平均集装箱海运运费率飙升 500 美元，而干散货、液化天然气和石油天然气运费受到的影响较小。航运成本上升不仅体现在海运运费率上，也体现在与航运相关的保险费用上。通过红海船只的战争保险费率显著增加，保费费率由终端前船舶价值的 0.3% 飙升至 0.7-1%。

当前，除红海苏伊士运河外，巴拿马运河和黑海地区的航道运力也分别受到干旱以及俄乌冲突影响，大幅下降。航道受阻对全球供应链、贸易以及通货膨胀产生的影响值得持续关注。

（四）全球财政政策趋紧，美欧央行维持高利率

1. 财政政策：发达经济体支出步伐趋缓，发展中国家强化税收治理

新冠疫情以来，各国普遍实施了较为积极的财政政策，全球财政基本账户赤字率、总赤字率和总债务水平/GDP 比例较疫情前大幅抬升（表 2）。2023 年，为应对全球经济下滑和高通胀造成的压力，发达经济体和中等收入新兴经济体延续财政扩张态势，总赤字率分别较 2022 年提高 1.9 和 0.5 个百分点。其中，美国、德国和日本¹的总赤字率分别提高了 0.86、1.65 和 1.3 个百分点。欠发达经济体总赤字率虽有下降，但仍高于疫情前平均水平，部分国家赤字率过

¹ 日本 2023 财年数据未出，按照 2022 财年与 2021 财年差值计算。

快攀升爆发主权债务危机。

2024 年，在全球高利率、高债务背景下，财政可持续性面临挑战，财政政策回归“正常化”成为主要趋势，预计主要发达经济体赤字率、债务/GDP 比例趋降，财政政策对各国经济的支撑作用减弱。发达经济体财政政策回归“正常化”的着力点在削减财政支出。例如，美国三大法案¹涉及的制造业建设支出趋降，非国防自主性支出上限降低；欧盟达成经济治理协议²，进一步强化成员国财政纪律和债务可持续性管理，欧盟多数国家基于高通胀环境下的能源、交通补贴支出趋降；日本财政预算较 2023 财年下降 2.0%，主要减少了危机情况下储备基金规模。发展中国家收紧财政政策的主要方向在收入端，强化税收治理成为主要目标，相关政策方向包括提高税率、增加绿色转型税收、加强税务征缴过程治理等方面。上述措施在部分遭受主权债务危机的国家体现得尤为突出，如斯里兰卡、埃及、加纳等。

表 2：全球不同经济体财政收支基本指标（%）

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
发达经济体	收入/GDP	36.0	35.9	36.0	35.7	36.1	36.9	37.3	35.7
	支出/GDP	38.7	38.3	38.4	38.7	46.4	44.4	40.5	40.8
	基本预算赤字率	-1.1	-1.0	-0.9	-1.6	-9.0	-6.1	-1.6	-3.5
	总赤字率	-2.7	-2.4	-2.4	-3.0	-10.2	-7.5	-3.3	-5.2
	债务/GDP	105.8	103.4	102.9	104.1	122.9	117.0	112.3	112.1
中等收入新兴市场国家	收入/GDP	27.4	27.7	28.1	27.7	25.7	26.7	26.9	26.8
	支出/GDP	31.9	31.6	31.7	32.2	34.5	31.9	32.0	32.5
	基本预算赤字率	-2.8	-2.1	-1.7	-2.7	-7.0	-3.4	-3.2	-3.4
	总赤字率	-4.4	-3.9	-3.5	-4.5	-8.8	-5.2	-5.1	-5.6
	债务/GDP	49.9	52.0	53.3	55.9	65.9	65.1	65.3	68.3
欠发达国家	收入/GDP	13.7	14.2	14.8	14.5	13.8	14.3	14.9	14.9
	支出/GDP	17.4	17.8	18.0	18.0	18.7	18.7	18.7	18.6
	基本预算赤字率	-2.3	-2.2	-1.7	-1.9	-3.2	-2.5	-1.8	-1.8
	总赤字率	-3.7	-3.6	-3.3	-3.5	-5.0	-4.4	-3.8	-3.6
	债务/GDP	38.7	41.3	41.7	42.8	48.4	48.4	48.4	48.0

资料来源：IMF，中国银行研究院

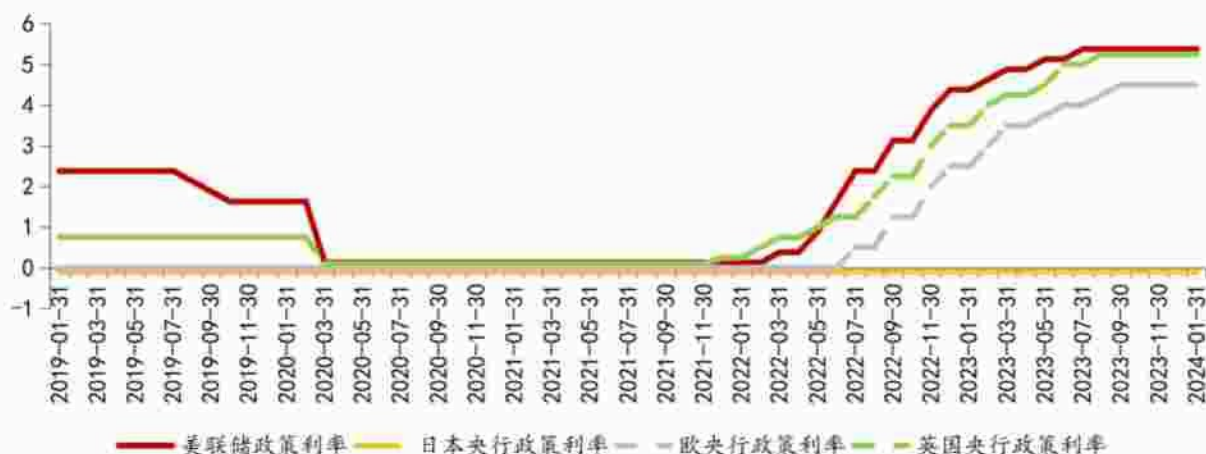
¹ 主要指《基础设施投资和就业法案》《通胀缩减法案》《芯片和科学法案》。

² Economic Governance Agreement.

2. 货币政策：美欧央行维持高利率，或步入“降息之年”

美联储 2024 年初继续暂停加息，将联邦基金利率的目标区间维持在 5.25%—5.5% 不变，保持在近 20 年以来高位。欧洲央行 3 月 7 日维持主要再融资利率、存款机制利率、边际贷款利率三大关键利率不变，分别为 4.50%、4.75% 和 4.00%。英国央行在 2024 年首次利率会议中宣布，继续维持 5.25% 的基准利率不变，连续第四次按兵不动。2023 年以来，日本央行不断调整收益率曲线控制（Yield Curve Control, YCC）政策，取消“硬性”上限，且开始尝试边际缩减购债规模，2024 年一季度将 5 年期与 10 年期债券的购买规模下限各降低 500 亿日元。3 月 19 日，日本央行将日本短期利率基准由 -0.1% 上调至 0-0.1%，全球负利率时代彻底告一段落。与此同时，日本央行声称整体金融环境将保持宽松，且未对未来的加息路径发表意见（图 5）。此外，部分新兴经济体在一季度进一步提升利率水平。例如，土耳其央行 1 月加息 250 个基点，将基准利率从 42.5% 上调至 45%；埃及央行 2 月将贴现利率从 19.75% 上调至 21.75%，3 月进一步提升至 27.25%。

图 5：主要发达经济体央行基准利率走势（%）

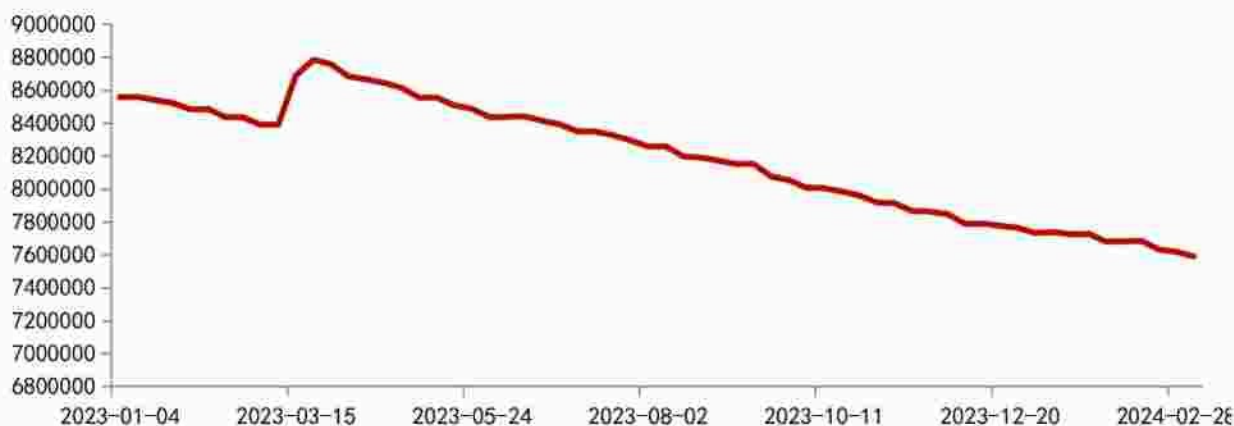


资料来源：美联储，欧洲央行，日本央行，英国央行，中国银行研究院

展望 2024 年二季度，全球货币政策主要呈现以下特征。

美欧央行推迟降息预期，英国央行降息空间开始明朗。美国大选在即，美联储将“保持谨慎”，避免对经济运行产生较大冲击。由于美国经济增长保持一定韧性，叠加通胀具有粘性，降息预期推迟。美联储主席鲍威尔指出，在本轮紧缩周期中，政策利率可能已经达到顶峰。如果经济像预期的那样发展，在今年的某个时候开始放松政策可能是合适的¹。缩表方面，美联储将不断调整资产负债结构，截至2024年2月末，美联储总资产规模为7.6万亿美元（图6），其中持有证券规模从之前的8.5万亿美元高点降至7.1万亿美元，预计二季度将延续这一态势。欧元区通胀下降趋势仍在继续，不过采取降息举措需要通胀已得到控制，且持续的工资增长不会使通胀再次上涨。预计欧洲央行在6月6日会议前降息的概率不高，需要等待5月工资等关键数据公布情况而定。英国经济陷入“技术性衰退”，2023年四季度实际GDP下降0.3%，降幅高于市场预期的0.1%，连续两个季度萎缩；英国CPI同比增速由2022年的高点11%下降至2024年1月的4%，为英国央行降息创造了一定条件。

图 6：美联储资产负债表规模变化走势（百万美元）



资料来源：美联储，中国银行研究院

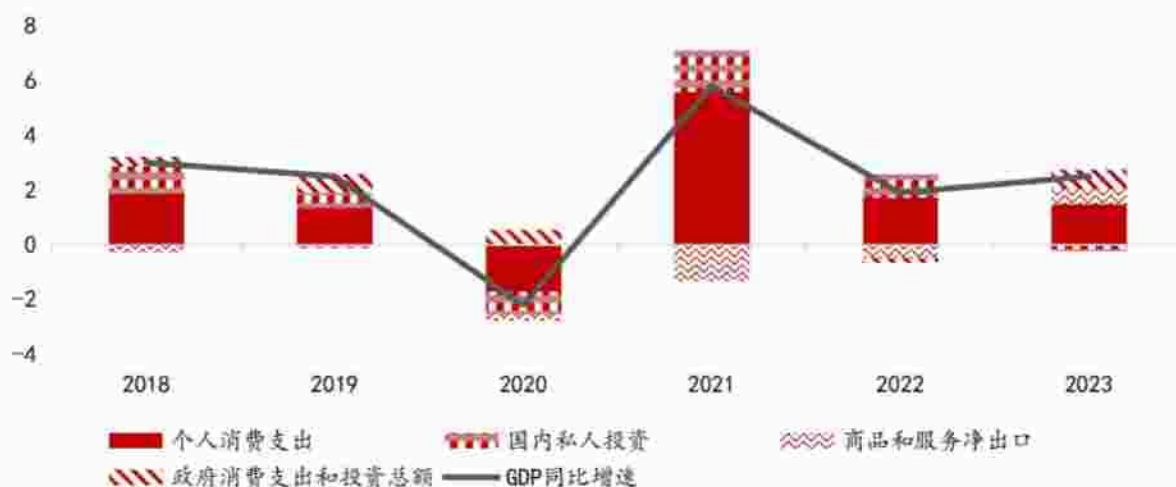
¹ 2024年3月6日及7日，美联储主席鲍威尔就半年度货币政策报告分别在众议院金融服务委员会及参议院银行、住房及城镇事务委员会发表证词。

（五）重点国别/地区经济形势研判

1.美国：经济维持温和增长，潜在下行风险不容忽视

在大幅加息背景下，美国经济增长展现一定韧性。2023年美国实际GDP增长2.5%，好于市场预期，2022-2023年平均增速为2.2%，维持在潜在增速附近。从GDP构成看，2023年个人消费支出、政府消费和投资支出、商品和服务净出口是美国经济增长的主要驱动因素，分别拉动经济增长1.5、0.7和0.6个百分点。值得注意的是，2014-2022年美国商品和服务净出口对经济的贡献率均为负，2023年由负转正，很大程度是受武器等高科技产品出口增长带动，受地缘政治冲突升级影响，2023年美国武器出口同比大幅增加29.0%。而国内私人投资受高利率影响小幅萎缩，2023年拖累经济增长0.2个百分点（图7）。私人投资萎缩幅度低于之前加息周期，主要得益于美国政府近年来实施的产业链回流和产业补贴等政策，刺激了国内制造业投资和外商直接投资流入，2023年美国制造业投资拉动经济增长0.6个百分点，国际收支口径下的FDI流入规模连续5年增长，2023年流入规模增加16.0%，是美国经济稳定增长和制造业产出增加的重要贡献因素。

图7：不同分项对美国GDP增速的贡献率（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

2024 年一季度，美国经济增速有所放缓，私人消费和投资、政府支出、净出口均拖累经济增速下行。一是私人消费对经济增长的贡献度下降。在持续的高利率和高通胀影响下，美国家庭资产负债表逐渐恶化。个人储蓄存款占可支配收入比重从 2021 年底的 6.1% 降至 2024 年 1 月的 3.8%；劳动力市场有所降温，2024 年 2 月，失业率从 1 月的 3.7% 升至 3.9%，平均时薪环比增速从 0.5% 降至 0.1%。与此同时，美国家庭债务余额持续走高，信用卡债务升至创纪录高点，消费信贷违约率上升。2024 年 1 月，美国零售和食品服务销售环比增速 -0.8%，1-2 月平均值较 2023 年四季度均值下降 0.7 个百分点。二是联邦政府财政支出放缓，对企业补贴力度减弱，私人投资继续承压。美国新财年¹已过去 5 个多月，但受两党博弈影响，完整的预算拨款法案迟迟未推出。2024 年 3 月 8 日，拜登签署规模为 4600 亿美元的支出法案，为农业部、商务部等 6 个部门提供资金；3 月 19 日，针对国防部、劳工部等部门的预算拨款法案才达成协议。联邦政府财政支出减少及资金到位速度放缓，除了直接拖累经济增长，还影响了政府对半导体等行业提供补贴和资金支持，台积电等半导体企业表示可能推迟在美国的投资计划。2024 年 1 月，美国非住宅建造支出环比下降 0.5%，为 2022 年 6 月以来首次下降。此外，受持续高利率影响，美国住宅投资依然低迷。2024 年 1 月，已开工的新建私人住宅数量环比下降 14.8%。三是贸易逆差有所扩大。随着美国国内商品价格反弹，美国逐渐加大自亚太地区进口规模，而欧元区、日本等美国主要贸易伙伴经济下行压力加大，自美进口减少，导致美国贸易逆差有所扩大。2024 年 1 月，美国进口环比增长 1.3%，出口环比下降 0.5%，贸易逆差为 674 亿美元，连续 2 个月扩大，拖累经济增长。

美国通胀延续下行趋势，短期有所反复。2024 年 2 月，美国 CPI 同比增长 3.2%，较 1 月提高 0.1 个百分点，较 2023 年下降 0.2 个百分点；PPI 同比增长 1.6%，是 2023 年 9 月以来最大涨幅。2 月 CPI 和 PPI 数据均反弹，凸显美国通

¹ 2024 财年时间为 2023 年 10 月至 2024 年 9 月。

胀形势依然严峻。其中，服务通胀仍具粘性，2月美国服务价格同比增速连续第3个月维持在5%，占CPI比重约1/3的居住成本同比增速依然维持在高位。PPI的意外反弹可能意味着商品价格下行周期基本结束，CPI中的商品价格同比增速从1月的0.1%升至0.3%。在此背景下，美联储对于货币政策调整较为谨慎，最早可能在6月启动降息。

展望2024年二季度，美国经济增速将进一步放缓，通胀小幅回落。在货币政策紧缩效应持续显现、劳动力市场继续“再平衡”、消费支出放缓及财政刺激政策收缩等因素影响下，美国经济下行压力加大。一是私人消费增速将进一步回落。美国劳动力市场近期持续走软，家庭储蓄率下降，利息支出和信用卡负债消费持续增加，信贷收缩对消费的滞后冲击加快显现。二是实际利率走高、企业盈利下降¹、破产增加将抑制投资。二季度，美国制造业投资将逐渐分化，财政补贴等措施可能继续刺激半导体、清洁能源等行业投资，但随着经济形势变化，大部分不在补贴范围内的行业和企业盈利状况将恶化，削弱其投资意愿。企业经营状况转差也将影响居民就业和薪资水平，居民对就业市场的预期将传导至消费市场，导致消费萎缩。2024年2月，ISM制造业和非制造业PMI分别较1月下降1.3和0.8个百分点。从与GDP走势拟合度较高的每周经济指数(WEI)²看，截至2024年3月2日，美国一季度WEI指数均值为1.7%，较2023年四季度下降0.3个百分点。三是贸易逆差可能继续扩大。在降息预期驱动下，美元指数大概率波动回调，进口成本将上升，但居民消费需求降温可能导致进口减少，二季度美国进口总额可能小幅扩大。美国主要贸易伙伴经济增速放缓可能抑制出口需求，2024年1月，美国对加拿大、欧洲、日本货物出口分别环比下降5.2%、4.0%和8.3%。综合看，美国二季度贸易逆差可能再度上行。

预计2024年二季度美国GDP环比增长折年率在1.8%左右，较一季度下降

¹ 2023年美国上市企业盈利增长8%，主要归功于七大科技企业，如果不统计这些企业，其他企业利润下降1.6%。

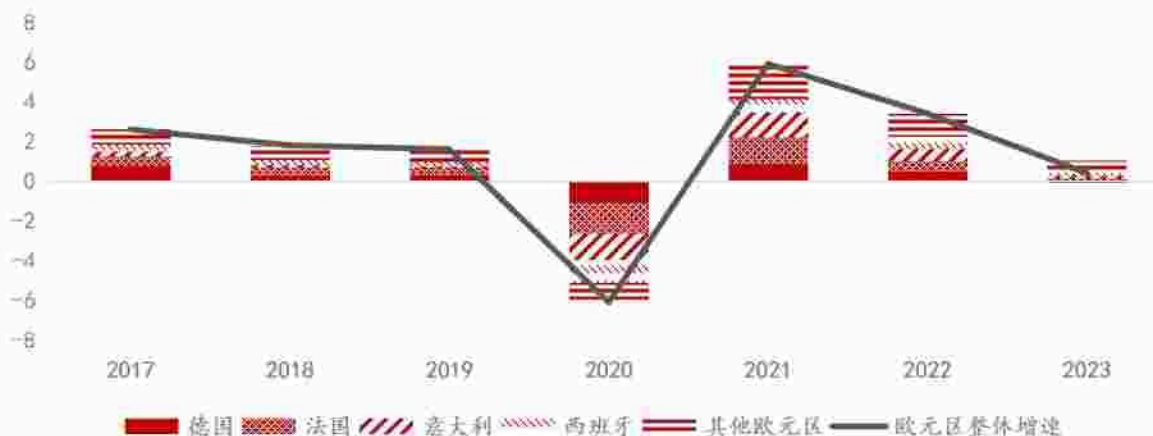
² 每周经济指数(WEI)根据日度或周度数据加权计算而得。该指数由涵盖消费者行为、劳动力市场和生产领域的10个高频指标加权计算而得，是观察美国经济走势的重要前瞻性指标。

0.6 个百分点，全年经济增速为 2.0%，较 2023 年下降 0.5 个百分点。经济增速下行和需求降温将驱动 CPI 同比增速下行，但在住房等核心服务通胀仍具粘性、商品通胀压力有所反弹背景下，预计回落速度将放缓。二季度美国 CPI 同比增速可能回落至 2.8%，全年将降至 2.7% 左右。

2. 欧元区：经济在低迷中缓慢复苏，通胀呈回落态势

欧元区经济低迷，重要成员国经济表现分化。2023 年，欧元区实际 GDP 增速为 0.4%，较 2022 年下降 3 个百分点。居民消费、投资和政府支出增速较 2022 年分别下滑 3.7、1.4 和 0.8 个百分点。从欧元区核心成员国看，西班牙、意大利和法国 2023 年实际 GDP 增速为 2.5%、0.9% 和 0.7%，较 2022 年分别下降 3.3、3.1 和 1.8 个百分点；德国实际 GDP 出现负增长，增速为 -0.3%，较 2022 年下降 2.1 个百分点¹。

图 8：不同成员国对欧元区 GDP 增速贡献率（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

2024 年一季度，欧元区经济表现好转，私人消费、投资和净出口回暖拉动经济增长，但政府支出下降放缓经济复苏步伐。一是私人消费回暖。在低基数与通胀回落因素影响下，2024 年 1 月，欧元区零售销售指数环比上升 0.1%，家

¹ 德国、法国、意大利和西班牙经济规模占欧元区 GDP 的 70% 以上。

庭部门消费信贷总额环比增长 0.2%。2024 年 3 月，欧元区消费者信心指数较 2 月上升 0.6，一季度消费者信心指数平均值较 2023 年四季度平均值上升 1.2。二是投资回升。2024 年 1 月，欧元区营建产出¹环比增长 0.5%。欧元区 Sentix 投资者信心指数连续上升，1-3 月指数上升幅度分别为 1.0、2.9 和 2.4。三是欧盟财政新规削减成员国财政支出。2024 年 3 月，欧盟委员会发布 2024 年财政政策指南，强调确保债务可持续性，公共债务占比应呈下降或保持审慎水平，预算赤字应低于 GDP 的 3% 等。欧元区主要国家面临预算紧缩，法国和德国预计于 2024 年分别削减 100 亿和 170 亿欧元政府开支。四是净出口增长。2024 年 1 月，欧元区经季节调整后的出口额为 2389.8 亿欧元，环比增长 2.1%；进口额为 2109.3 亿欧元，环比下降 4.0%；欧元区净出口为 280.5 亿欧元，较 2023 年 12 月扩大 137.7 亿欧元。

欧元区通胀整体回落。2024 年 2 月，欧元区调和 CPI 同比增长 2.6%，较 1 月下降 0.2 个百分点；PPI 同比下降 8.6%，延续 2023 年 5 月以来的下行态势。能源价格下行是欧元区通胀回落的主要原因，2 月欧元区能源调和 CPI 和 PPI 同比分别下降 3.7% 和 21.3%。食品价格增速放缓也在一定程度上带动通胀回落，2 月欧元区食物调和 CPI 同比增长 3.9%，较 1 月下降 1.7 个百分点。

展望 2024 年二季度，欧元区 GDP 将延续一季度以来向好趋势，通胀继续回落。一是私人消费支出将继续回升。欧元区劳动力市场保持活力，消费者信心普遍向好，通胀回落提升居民购买力。二是降息预期升温刺激投资增长。通胀持续回落背景下，欧洲央行于 2024 年 6 月首次降息的概率不断提高，利率下行预期增强有利于刺激投资增长。2024 年 3 月，欧元区 Sentix 机构投资者预期指数为 1.0，2022 年 3 月以来首次转正。三是净出口将继续增长。随着全球贸易回暖，欧元区出口有望继续回升。预计 2024 年二季度欧元区实际 GDP 环比增长 0.2%，较一季度提高 0.1 个百分点，全年实际 GDP 增速为 0.8%，较 2023

¹ 营建产出衡量每月建筑物与公共建设产出量的变化。

年提高 0.4 个百分点。在商品供需日趋平衡，货币政策立场整体偏紧的环境下，食品和能源价格有望进一步回落，预计二季度欧元区 CPI 同比增速将降至 2.4%，全年将降至 2.3% 左右。

德国经济增长乏力，拖累欧元区经济复苏。德国是欧元区最大的经济体，占欧元区 GDP 比重的 27%。制造业占德国 GDP 比重约 21%，是拉动德国经济重要引擎。2023 年，德国实际 GDP 增速为 -0.3%，较 2022 年下降 2.1 个百分点。2024 年以来，德国制造业表现持续低迷，影响经济增长活力。能源价格波动推高德国工业生产成本，市场需求不足导致制造业表现疲软。2024 年 1 月，德国工业生产指数同比下降 5.4%；中间产品、资本货物和消费品制造业订单指数环比分别下降 8.3、13.0 和 5.4 个点，其中国外资本货物制造业订单指数下降 16.2 个点，说明外部市场是造成德国制造业低迷的重要原因。2024 年一季度，德国制造业产能利用率为 80.8%，为 2021 年以来最低水平。2024 年 3 月，德国制造业 PMI 为 41.6%，较 2 月下降 0.9 个百分点，距离 50% 荣枯线存在较大差距。从需求端看，居民消费不振，工业相关固定资产投资大幅下降，国际市场需求不足削弱出口增长动力，拖累德国经济增长。2024 年 1 月，德国零售销售指数环比下降 0.3%；营建产出同比下降 6.5%，已批准营建许可工程数量同比下降 24.0%；对外贸易有所回暖，出口和进口环比分别增长 6.3% 和 3.7%，贸易顺差为 276 亿欧元，连续 4 个月实现增长，但贸易增速恢复主要与低基数效应有关，其可持续性尚待观察。**展望 2024 年二季度，德国经济增速有望小幅回升。**作为德国经济的先行指标，2024 年 2 月 IFO 商业预期平衡值为 -23.7，较 1 月上升 1.2 个点。欧洲央行降息预期升温将刺激德国投资和消费增长。但应该看到，德国能源消费对外依赖程度高，俄乌冲突持续影响能源供应，红海危机波及欧亚航运，使德国工业生产与进出口贸易继续承压。预计 2024 年二季度德国 GDP 将出现零增长，较一季度上升 0.1 个百分点，全年经济增速为 0.2%，较 2023 年上升 0.5 个百分点。

3.英国：经济筑底回升，通胀呈下行趋势

受高通胀、高利率等因素影响，英国经济大幅下滑。2023年，英国实际GDP增长0.1%，较2022年下降4.2个百分点，下行压力较大。从GDP构成看，2023年，英国居民消费、投资和政府支出增速较2022年分别下滑4.5、5.1和1.8个百分点；贸易逆差为359亿英镑，较2022年有所改善。

2024年一季度，英国经济有所回升，私人消费、投资回暖拉动经济增长，政府支出和净出口小幅下降。英国国家经济社会研究院预测，2024年1-3月英国GDP环比增速分别为-0.1%、0%和0.3%。一是私人消费改善。2024年以来，英国劳动力市场保持活力。2024年1月，英国失业率为3.9%，保持较低水平；平均周薪同比增速为5.5%，高于通胀水平。1-2月，英国零售销售指数为97.8和97.9，环比分别增长3.6%和0.1%，高于2023年平均值（97.2）。2024年一季度，英国GFK消费者信心综合指数平均为20.3，较2023年四季度提高5个点。二是投资呈现回暖迹象。房地产市场复苏，2月英国Halifax房价指数为503.0，环比与同比分别上升0.4%和1.7%。通胀压力缓解和央行降息预期升温提振投资者信心，1-2月英国注册公司破产数量平均为1938家，低于2023年月度平均值（2096家）。三是财政支出下滑，但结构趋于改善。2024年1-2月，英国中央政府财政支出同比下降3.2%，其中利息支出和其他支出同比下降30.5%和8.8%，社会福利支出同比增长23.0%。四是贸易逆差扩大。英国延续经常账户赤字的情况，1月英国进口环比增长1.4%，出口环比增长0.7%，贸易逆差为31.3亿英镑，较2023年12月有所扩大。

英国通胀持续下行，能源价格下降是主因。2024年2月，英国CPI同比增长3.4%，较1月下降0.6个百分点，较2023年平均增速大幅回落。能源价格下降是通胀回落的主要原因，2月电力、天然气和其他燃料CPI同比下降18.2%；焦炭及精炼石油PPI同比下降4.4%，带动工业品PPI同比下降2.7%。虽然英国通胀快速回落，英国央行对降息仍较为谨慎，2月维持5.25%的基准利率不变。

展望 2024 年二季度，英国经济将保持增长，通胀保持回落态势。一是消费者信心回暖拉动私人消费。通胀回落有助于改善居民实际收入，消费者对未来预期有所好转，3 月英国 GFK 消费者信心指数中的个人财务前景指数为 2.0，2022 年以来首次回归正值。二是金融服务业发展有望拉动投资，扩大服务贸易顺差。在英国政府大力推动金融服务业发展的背景下，金融领域相关投资预计将进一步增长，服务贸易顺差有望持续扩大，改善贸易收支。三是减税加公共服务开支增长有利促进经济。3 月 6 日，英国财政部公布春季财政预算报告，重点内容包括减税、增加公共服务和促进投资等措施。其中，英国国民保险税率从 10% 下调至 8%，继 2023 年秋季预算后再度下调，此举将为雇员每年节省开支 450 英镑；个体经营者税率也从 8% 下调至 6%。除减税外，英国政府计划增加医疗、家庭看护等公共服务领域支出，预计在 2024-2025 财年在国民医疗服务（NHS）领域投入 25 亿英镑的日常资金支持。

预计 2024 年二季度英国 GDP 环比增速为 0.1%，与一季度持平，全年经济增速为 0.6%，较 2023 年上升 0.5 个百分点。需求回升虽可能再度拉高通胀，但工资增速放缓缓解了市场对于英国“物价—工资”螺旋式上升担忧。英格兰银行调查显示，2024 年 2 月英国民众对未来 12 个月通胀预期中值降至 3.0%，为 2021 年 8 月以来最低水平。二季度预计英国 CPI 同比增速将回落至 3.3%，全年在 3.2% 左右。

4. 日本：经济增长经历波动，内需修复将支撑经济温和增长

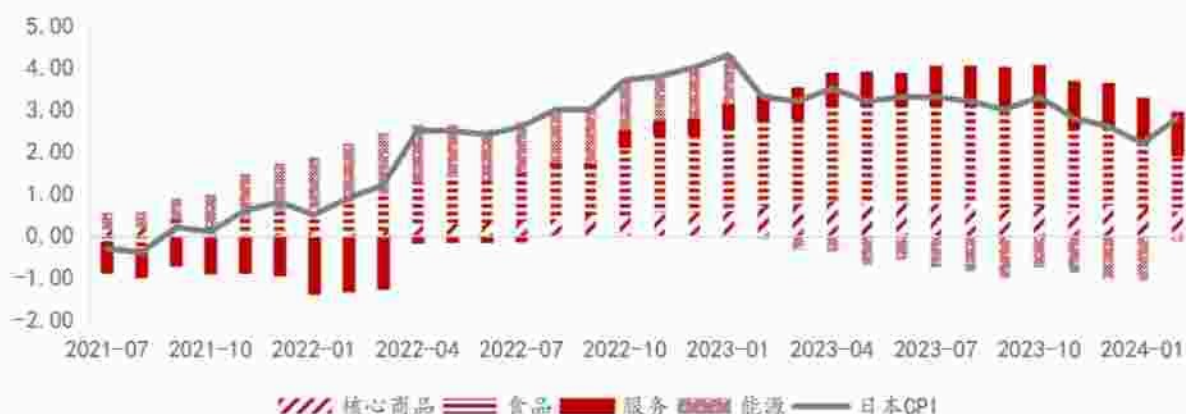
2023 年日本经济增长经历较大波动。四个季度日本实际 GDP 环比增长折年率依次为 4%、4.2%、-3.2% 和 0.4%，呈现前高后低走势，全年实际 GDP 增长 1.9%，较 2022 年提高 0.9 个百分点。从 GDP 构成看，外需成为日本经济增长的最主要驱动力，商品和服务净出口拉动 GDP 增长 1 个百分点。占日本 GDP 近半比重的私人消费表现低迷，全年增长 0.6%，较 2022 年下降 1.6 个百分点，对 GDP 增长贡献仅为 0.4 个百分点。投资活动有所复苏，全年私人企业设备投

资、公共投资和私人住宅投资同比增速分别为 2.1%、2.8%和 1.1%，均优于 2022 年表现，其中公共投资增速较上年增长 12.4 个百分点。

2024 年一季度，日本经济呈现弱复苏。一是消费需求得到修复。日本内阁府调查数据显示，2 月日本经季调的消费者信心指数为 39.1，达到近 15 个月最高水平，其中收入增长分项指数为 40.3，升至近五年最高点，消费者预期改善能够对前期低迷的消费市场带来一定提振效果。二是投资和工业生产呈现反弹势头。2023 年第四季度日本法人企业销售额环比增长 0.9%，连续 11 个季度实现正增长，良好的收益推动企业加大设备投资。近期日本对 2023 年四季度 GDP 数据进行了修正，其中设备投资环比增速由此前的-0.1%大幅上调至 2%。日本内阁府 2023 年度企业行为问卷调查，预计未来 3 年所有行业的企业设备投资增速将上升至 6.8%，达到 1990 年以来的最高增速。三是外需延续较好表现。2024 年 2 月，日本货物出口同比增长 7.8%，连续三个月增长，同时进口同比增长 0.5%，货物贸易逆差规模则同比缩小 59.2%，净出口对日本经济形成支撑。

通胀突破历史高点。2023 年日本 CPI 涨幅为 3.2%，创下 1982 年以来新高，其中不包含新鲜食品和能源的核心 CPI 涨幅为 4%。2024 年 2 月，日本 CPI 涨幅为 2.8%，较 1 月回升 0.8 个百分点。截至 2024 年 2 月，日本核心 CPI 连续 22 个月超过 2%的央行目标。受国际能源价格下行影响，2023 年以来能源价格对于日本通胀的贡献由正转负，推动日本通胀水平整体下行，但 2024 年 2 月能源对 CPI 增速的贡献率由上月的-1.07 收缩至-0.14，能源项目对日本通胀的抑制效果已经微乎其微。而在企业利润改善、劳动力市场紧张等因素影响下，劳工薪酬增速逐步上行，随着劳工薪酬水平的大幅上调，服务价格增长预期将显著提升，对通胀高位运行构成支撑（图 9）。

图 9：不同分项对日本 CPI 增速贡献率（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2024 年二季度，日本经济将呈现温和增长，通胀预期有望得到巩固。 3 月 15 日，日本“春斗”（春季全国性劳资谈判）初步结果出炉，日本工会争取到的年度工资涨幅超出预期，远高于当前日本通胀水平，初步显现出“工资—物价”良性循环迹象，有助于推动居民实际工资增长转正，改善日本消费市场低迷状况。同时，根据调查意愿，企业投资大概率继续保持较快增速。在消费和投资的共同驱动下，前期相对低迷的内需增长有望回暖。另一方面，伴随着劳工薪酬的快速增长，通胀将逐渐从前期成本推进型转为需求拉动型，整体将更具粘性。同时，前期日本政府为应对物价上涨所采取的经济救助措施正在逐步减少、退出¹，可能会使物价上涨压力再度回升。

预计 2024 年二季度日本经济增速环比折年率将在 1.5% 左右，较一季度上升 1 个百分点，全年经济增速为 0.9% 左右，较 2023 年下降 1 个百分点。二季度 CPI 增速将在 2.6% 左右，全年在 2.5% 左右。

5.主要制造业出口型经济体：增长势头整体好转

制造业出口型经济体经济增长的重要推动力是国际生产扩张和需求企稳，

¹ 2023 年以来，日本岸田政府实施了一系列支持公用事业的措施，包括对油价、电费和燃气费的补贴，根据测算相关措施将日本的通货膨胀率拉低了约 1 个百分点。按照计划，能源领域的价格减免措施将于 2024 年 4 月份结束。

推动出口订单和企业投资增长。目前虽然全球经济增长承压，但国际生产逐渐企稳，对中间投入品、原材料和零部件的需求增加，推动全球贸易形势好转。

韩国：作为全球经济“金丝雀”，出口数据持续扩张，暗示全球贸易形势改善，提振经济发展信心。韩国出口产品在全球供应链中占据重要位置，特别是芯片、汽车零部件以及电动汽车电池等，其出口形势对全球贸易和经济复苏具有重要前瞻意义。2023年10月，韩国出口月度同比增速结束连续12个月负增长，转为正增长。2024年3月前20日，韩国出口同比增长11.2%，其中，半导体、计算机外围设备、汽车零部件出口额分别同比增长46.5%、33%、5.2%。出口成为当前韩国经济增长的主要支撑，内需依然延续疲软态势。2023年三季度和四季度，韩国私人消费支出同比增速不足0.5%；2023年四季度，固定资本形成总额转为同比负增长。进入2024年，内需复苏动力仍显不足。2024年1月，韩国零售销售额同比下降3.4%，设备投资额同比下降4.1%。越南于2022年超越日本，成为韩国第三大贸易伙伴，随着韩国贸易复苏，2023年10月开始，韩国自越南月进口额同比增速由负转正，2024年前两个月，韩国自越南进口额累计同比增长7.1%，带动亚太地区整体贸易形势改善。

展望二季度，韩国出口复苏动力继续强于内需，为经济增长提供支撑。全球制造业生产能力逐步恢复，半导体行业持续复苏，世界半导体贸易统计组织预计2024年全球半导体市场销售额将大幅增长13.1%；2024年2月，韩国发布《2024年跨部门出口扩大战略》，重点支持半导体、二次电池、汽车和造船等多项商品向美国、中国和东盟等重点市场的出口。在相关因素影响下，出口增幅或将进一步扩大，对二季度经济增长形成支撑。韩国政府于2024年1月发布《2024年经济政策方向》致力于扩大内需、稳定物价，相关政策对经济的刺激作用存在时滞效应。2024年以来，韩国通胀放缓态势减弱，主要与能源和食品等价格上涨有关，韩国央行大概率将在2024年上半年维持高利率状态。预计韩国二季度GDP同比增速为2.4%，与一季度持平；全年增速为2.2%，较2023

年提高 0.8 个百分点。

东南亚主要经济体：出口形势持续好转，将带动经济复苏，成为全球经济增长重要稳定力量。东南亚国家基本都实行外向型或出口导向型经济发展模式，经济发展高度依赖对外贸易，出口是推动国内经济增长、带动企业投资的关键因素。随着国际贸易形势逐渐好转，东南亚国家出口率先回暖。2024 年 1 月，泰国和菲律宾出口同比分别增长 10.2% 和 9.1%，1-2 月越南和马来西亚出口累计同比分别增长 19.2% 和 3.9%。印尼出口形势继续恶化，1-2 月出口累计下降 8.8%。在东盟和中日韩合作以及 RCEP 等经贸协议推动下，亚洲经济一体化程度快速提高，各国逐渐形成紧密的产业分工体系，中国、韩国、日本等经济体出口好转也对东南亚国家出口形成正向溢出效应，特别是在电子与电气设备贸易方面。2024 年 1 月，越南计算机及电气产品、机器设备出口同比分别增长 68.5% 和 38.5%，其中对华出口同比增长 71.0% 和 49.4%；泰国向中国和韩国的电气设备出口同比分别增长 38.6% 和 2.9%。出口订单增加带动东南亚国家私人投资，2024 年 1 月，越南国内投资额同比增长 22.3%，马来西亚货物进口和中间产品进口相关投资分别同比增长 21.4% 和 41.8%。东南亚国家政府通过推广活动、免签协定等方式推动旅游行业复苏，拉动服务贸易增长。2024 年 3 月 1 日起，泰国与中国互免签证；印尼和越南也在考虑与中国、日韩等国家推动免签协议。这将进一步推动游客赴东南亚旅游，预计在免签便利、航班恢复、政府推广驱动下，东南亚国家入境游客数量将在 2024 年持续复苏，进一步接近疫情前 2019 年水平。

展望二季度，预计相关形势将持续好转。中国、韩国经济将继续加快复苏，对东南亚出口和地区产业链带来利好。美欧等发达经济体大概率进入降息周期，全球流动性和跨境融资情况将逐步改善，在全球产业链重构背景下，流入东南亚的直接投资、证券投资和银行跨境信贷将增加。越南计划投资部外资局数据显示，截至 1 月 20 日，越南新注册、增资与出资购买股权的外商直接投资额达

23.6 亿美元以上，较 2023 年同期增长 40.2%。2024 年 1-2 月，越南外商直接投资项目数量较 2023 年同期增长 55.2%。随着经济复苏加快，外资流入增加，政策利好释放，国内需求也将得到提振。预计在劳动力市场保持较强活力、通胀下行带动下，东南亚国家私人消费和投资将继续保持强劲。预计二季度东南亚经济同比增速为 4.5%，较一季度回升 0.2 个百分点，全年增速为 4.5%，较 2023 年提高 0.5 个百分点。

墨西哥：经济增速有所回落，但制造业将持续从全球产业链转移中获益。不断上升的地缘政治风险正在推动全球产业链重塑。中美博弈背景下，美国积极推动“近岸外包”，墨西哥在中美产业和贸易关联中发挥着日益重要的作用。2023 年，墨西哥成为美国第一大进口来源国。墨西哥投资的快速升温 and 制造业逐渐兴起，成为驱动墨西哥经济增长的重要因素。2023 年墨西哥投资增速维持在 17% 左右，其中外商直接投资（FDI）是重要来源，2023 年流入量增长 2.2% 至 360.6 亿美元，规模创历史新高，主要流向交通运输设备、金属工业等制造业。2024 年一季度，随着美国经济增速放缓，叠加亚太地区贸易形势改善对墨西哥出口形成替代效应，导致墨西哥出口增长动力减弱，经济增速回落。美国在墨西哥出口份额中的占比接近 80%，2024 年 1 月，美国自墨西哥进口同比增长 2.9%，自韩国、日本进口同比增速分别为 23.8% 和 14.5%。2024 年 1 月，墨西哥出口规模同比减少 1.5%，贸易逆差同比扩大 5.1% 至 43.1 亿美元。不过墨西哥政府继续大力吸引外资，大型基础设施项目投资、外商直接投资带动墨西哥投资延续增长态势，1 月建筑业工业生产指数同比增速达 17.9%。

展望二季度，预计墨西哥经济增速将继续回落。2024 年 6 月，墨西哥将举行总统选举并重组国会，现任政府基础设施项目在任期内顺利完成的难度增大，政府外资吸引政策对经济的拉动作用可能会有所减弱。同时，主要贸易伙伴美国经济增速将放缓，叠加亚太地区出口导向型经济体增长势头好转可能继续对墨西哥出口形成替代，墨西哥对美出口可能减少，贸易逆差可能扩大，对经济

形成拖累。同时，美国国会两党对墨西哥“友岸外包”态度的差异可能成为新的风险点。预计2024年二季度墨西哥GDP同比增速为2.6%，全年增速为2.4%。

6.主要大宗商品出口国：经济增长对大宗商品出口依赖度趋降，投资、消费等内需因素成为重要动力

主要大宗商品出口国经济对外依赖度高，贸易品以原油、粮食、矿产等初级商品主导。当前，地缘政治环境日趋复杂、极端天气和灾害多发，石油输出国组织（OPEC）继续推行原油减产政策等因素，对大宗商品出口国国际收支及经济增长产生重要影响，这些国家不断推动经济结构调整，通过加大非大宗商品领域投资、刺激消费等手段促进经济增长。

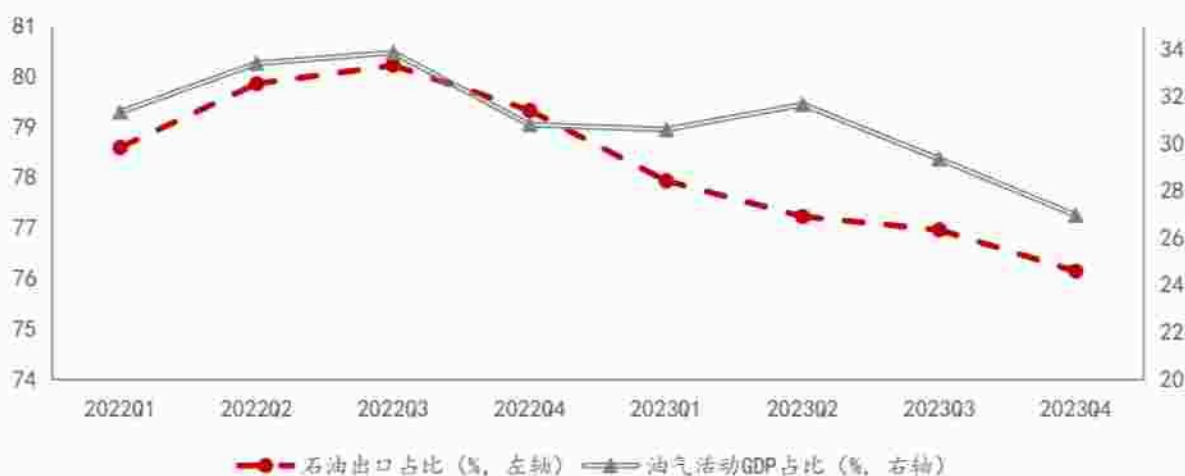
沙特：原油减产拖累效应有所减缓，非油气部门投资成为重要增长动力。沙特是中东地区最大的经济体，GDP规模超过该地区经济总量的20%。作为全球主要能源出口国之一，原油是沙特的支柱性产业。2023年，沙特实际GDP增速为-0.8%，较2022年下降8.3个百分点。其中，私人消费、政府支出和投资分别增长5.3%、5.7%和5.3%，净出口降幅达39.1%。自2023年4月以沙特为首的OPEC组织成员国实施原油自愿减产计划¹以来，原油在沙特出口中的份额、原油生产对沙特GDP贡献均呈下降态势（图10），成为影响沙特乃至中东地区经济的重要因素。2024年一季度，国际油价企稳回升²，从价格方面对沙特出口额形成支撑，减产政策对沙特经济带来的负面影响减弱。沙特持续推进经济结构转型，加大对新能源、数字经济、人工智能、医疗等非原油产业领域的投资力度，非原油产业对沙特GDP贡献率持续攀升，已超半壁江山。2024年初，沙特成为金砖成员国，有利于促进沙特与中国、印度等主要贸易伙伴的经贸合作，助推沙特经济发展。展望2024年二季度，尽管沙特将石油供应削减

¹ 2023年4月，沙特、阿联酋、科威特、阿曼、伊拉克、阿尔及利亚等中东国家宣布，作为支持石油市场稳定的预防性措施，自2023年5月至2023年底自愿削减原油产量，日产量削减规模分别为50万桶、14.4万桶、12.8万桶、4万桶、21.1万桶和4.8万桶。2023年7月，沙特将自愿减产规模扩大至日均100万桶。2023年11月，宣布将自愿减产措施延长至2024年一季度，并于2024年3月宣布延长至2024年6月底，2024年二季度后视市场情况削减自愿减产力度。

² 2024年，沙特轻质原油价格呈上行趋势。根据沙特中央银行数据，2024年1月、2月和3月（截至22日）平均价格分别为73.7美元/桶、76.6美元/桶、80.0美元/桶。

政策延长至6月底，但北半球进入能源需求旺季将对石油价格形成支撑，将有助于缓解减产带来的负面冲击。2024年，沙特政府的财政预算支出将较2023年增长12.3%，其中经济资源、基础设施和交通领域预算支出分别增长4.1%和2%。在扩张性财政政策推动下，非原油部门将持续为沙特经济增长提供动力。预计2024年二季度，沙特实际GDP同比增速为1.8%，全年为4.0%。

图 10：原油行业对沙特 GDP 和出口贡献率变化



资料来源：沙特统计局，中国银行研究院

俄罗斯：极限施压下经济呈现韧性。俄乌冲突前，俄罗斯经济高度依赖大宗商品出口，净出口对GDP贡献率保持在8.0%以上。2023年，俄罗斯实际GDP增速3.6%，较2022年提高4.8个百分点，呈现较强韧性。其中，家庭消费、政府支出、固定资产投资等内需因素分别增长6.1%、3.6%和10.5%，净出口大幅下降61.9%。在美欧极限制裁施压背景下¹，俄罗斯经济内循环速度明显加快，而对外经济活动呈收缩态势，贸易结构发生深刻变化²。2024年一季度，俄罗斯经济结构切换步伐提速，对外贸易持续低迷。2024年1月，俄罗斯的出口、进口规模分别同比下降14.1%、12.6%。印度连续两个月大幅减少对俄石油购买。

¹ 2023年底，美国宣布对与俄罗斯有业务往来的银行实施二级制裁，欧美国家收紧针对俄罗斯的石油“限价令”，对俄罗斯能源出口和进口结算产生重要影响。

² 2023年，俄罗斯出口规模下降28.4%至4239.4亿美元。其中，对欧洲出口份额下降24.8个百分点至20.0%，对亚洲和非洲出口份额分别上升至72.3%和5.0%。

俄罗斯政府启动“家庭”“青年”“人才”国家项目¹，加大财政支出提振内需；与此同时，国防订单与军工相关产业投资继续保持强劲态势，2024年，俄罗斯用于国防的预算支出增长约70%，占财政支出比重约30%，国防开支比例创多年最高。2024年3月，普京赢得俄罗斯联邦总统选举，有利于俄罗斯经济外交政策的稳定。展望2024年二季度，俄罗斯仍面临较大的经济增长和转型压力。俄罗斯将继续实施石油减产政策，二季度石油产量和出口量合计将减少47.1万桶/日。食品和能源价格走高，推升俄罗斯通胀压力，私人消费增长将受到抑制。国内部分产业发展受到劳动力要素短缺制约，其中，制造业、建筑业和运输业等行业受到的影响较为突出。2023年7月以来，俄罗斯央行连续5次加息，利率水平升至16%高位，俄罗斯通过财政赤字刺激经济成本升高。在经济转型背景下，俄罗斯“战时经济”增长模式不具有可持续性，国防订单和相关产业投资高增长受战争局势影响较大。预计2024年二季度俄罗斯GDP环比增速0.4%，全年实际GDP增速在2%左右，CPI增速为4.3%。

巴西:大宗商品出口面临不确定性，私人投资有望成为重要增长动力。巴西是拉美地区最大经济体，占拉美经济总量的近30%，是全球矿产、能源和农产品等大宗商品主要出口国之一。2023年，巴西实际GDP增长2.9%，增速与2022年持平。其中，私人消费、政府支出、固定资产投资和净出口增速分别为3.1%、1.7%、-3.0%和60.6%，大豆、玉米、棉花和牲畜等农牧业出口表现强劲是支撑经济的重要因素（图11）²。2024年一季度，巴西经济延续较好增长态势。得益于大宗商品价格抬升³，2024年1、2月，巴西出口同比增速分别高达18.3%和16.3%。2023年8月，巴西央行启动降息周期，2023年累计下调政策利率200

¹ 三个项目通过增加民生领域财政预算，以提高有孩子家庭生活质量并鼓励生育，提高教育人员在内的公共部门薪酬，培养更多制造业人才，有助于进一步扩大内需，提高国内生产能力。

² 2023年巴西贸易顺差达到988亿美元，增长60.6%，对巴西GDP贡献率达49.9%。其中，农业和牲畜出口规模达到815亿美元。

³ 巴西央行数据显示，2024年2月，巴西大宗商品综合指数、农业大宗商品指数和金属大宗商品指数分别为360.19点、403.95点和385.51点，分别较2023年12月提高17.42点、28.01点和4.80点。能源大宗商品价格指数为167.68点，2023年12月下降1.25点。

个基点。2024 年一季度，巴西央行继续下调政策利率 100 个基点至 10.75%¹。利率下调对巴西国内投资产生促进作用，1 月资本货物工业生产指数同比增长 0.4%，自 2023 年 4 月以来首次录得正增长。巴西通货膨胀水平回落，2024 年 1 月、2 月 CPI 同比涨幅均为 4.5%，较去年同期分别下降 1.3 和 1.1 个百分点，居民实际收入提升，对消费形成支撑，1 月零售贸易指数同比增长 5.8%。展望 2024 年二季度，巴西经济增长动能减弱。厄尔尼诺现象、地缘冲突可能增加农牧业生产和大宗商品市场的不确定性²，从而削弱净出口对巴西经济的支撑作用。卢拉政府上台后推进新财政框架法案，核心内容之一是消除财政基本账户赤字，财政政策或将温和回归“正常化”，政府支出对巴西经济拉动作用趋于弱化。另外，巴西大概率加快降息，私人投资有望成为支撑经济增长的新动力。汽车行业有望成为私人投资重点领域之一³。预计 2024 年二季度巴西 GDP 同比增速在 1.5% 左右，全年预计为 1.7%，较 2023 年下降 1.2 个百分点。

图 11：农牧产品出口对巴西出口贡献



资料来源：CEIC，中国银行研究院

¹ 巴西央行依次于 2023 年 8 月、2023 年 9 月、2023 年 11 月、2023 年 12 月、2024 年 2 月、2024 年 3 月下调政策利率 50 个基点。

² 2023 年 10 月，联合国粮食及农业组织发布报告预测，自 2023 年 7 月以来的厄尔尼诺现象将持续至 2024 年上半年，可能导致巴西降雨异常，多地区发生干旱的范围扩大、程度加深。2023 年 11 月，联合国教科文组织驻巴西办事处等机构发布调查报告，35% 的巴西受访者表示直接受到极端天气的负面影响。

³ 2024 年以来，通用、大众、现代、丰田、比亚迪等主要汽车制造商均宣布加大在巴西投资力度。

7.其他值得关注的新兴市场国家：印度延续增长动力，埃及等国深陷危机

印度：经济增长延续动力，持续加大外资吸引力度。2023年，印度实际GDP增长7.5%，较2022年提高1.1个百分点，在全球主要经济体中增速保持第一。其中，私人消费、资本形成和政府支出增速分别为3.0%、8.4%和6.2%，贸易逆差规模扩大2.1万亿卢比，对经济拖累效应增加。印度经济增长动能主要源自内需。印度对外部商品和资金依赖度较高，在IT、医疗保健为代表的服务业具有竞争优势，制造业发展则面临诸多瓶颈（专栏2）。在劳动力相对充裕条件下，资金是印度经济发展的稀缺要素禀赋。增加投资，特别是加大外商直接投资（FDI）吸引力度一直是印度经济发展的重要战略。近年来，流入印度FDI保持快速增长，FDI在印度对外负债结构中占比持续提升（图12）。然而2023年财年前10个月，受复杂因素影响，印度FDI净流入144.2亿美元，同比大幅下降38.4%¹。2024年一季度，印度经济延续良好增长态势。2024年1月，印度消费者信心指数较2023年11月有所提高²；印度政府相继出台放宽外国直接投资规范、降低电动汽车进口关税等举措，加大太空、电动汽车领域外资吸引力度，2024年1月，印度资本货物工业生产指数、基础设施和建筑产品工业生产指数分别同比增长4.1%和4.6%。印度贸易逆差规模有所扩大³，对经济增长产生拖累效应。展望2024年第二季度，印度私人消费信心保持良好，通胀下降有助于刺激耐用品、服务消费增长。印度将于2024年4月启动全国大选，为满足大选前政府支出，莫迪政府于2月公布一项短期预算，用于增加基础设施项目支出、改善贫困村民住房条件等领域，预计二季度印度政府支出环比增长将在10%以上。自2023年2月起至2024年2月，印度央行始终将政策利率维持在6.50%的高位水平不变，通胀下行将推高实际借贷成本，对私人投资形成抑制。预计2024年二季度印度经济环比增速为2.8%（同比为6.4%），全年

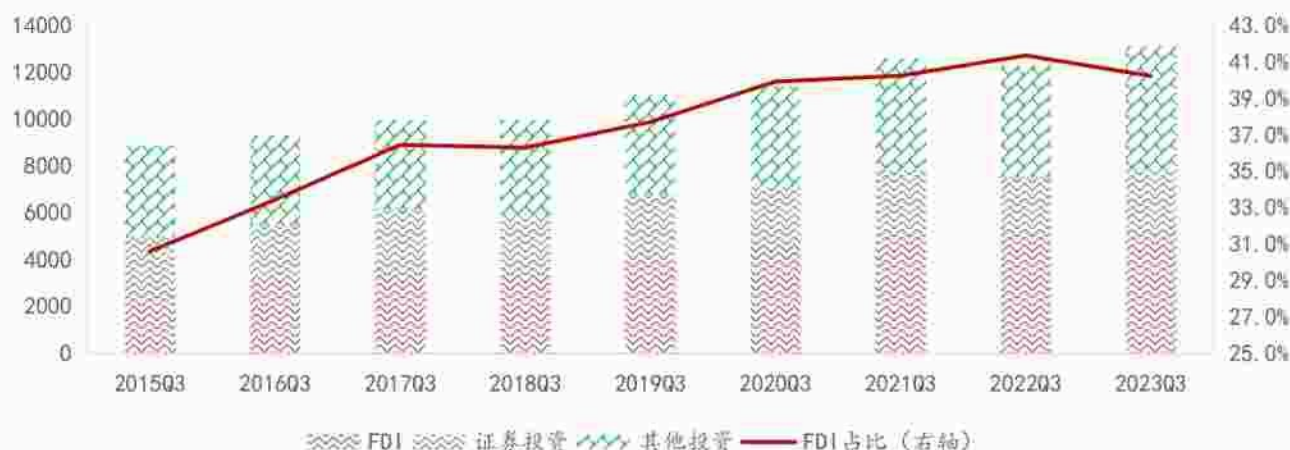
¹ 指2023年4月至2024年1月，净流入指流入规模减流出规模。

² 2024年1月，印度当前和未来1年消费者信心指数分别为95.1和123.1，较11月分别提高2.9和2.5个点。

³ 2024年前两个月，印度累计贸易逆差规模较2023年同期扩大4.7%至351.7亿美元。

GDP 增速为 6.8%。

图 12：印度国际投资头寸负债结构变化（亿美元）



资料来源：印度储备银行，中国银行研究院

专栏 2：印度制造业发展现状、潜力与挑战

莫迪上任以来，印度大力发展制造业。为推动制造业发展，莫迪政府制定了一系列产业政策，2014 年 9 月提出“印度制造”（Make in India）计划，目标是 2022 年前使印度制造业产值占国民生产总值的比重达到 25%，创造大量正式就业岗位，最终将印度打造为全球制造业中心。制造业规模增长和就业岗位增加成为“印度制造”两大核心目标，首批重点行业覆盖了汽车、航空、化工、国防军工、电子设备、制药等 25 大产业，政策包括鼓励外商直接投资、促进创新、保护知识产权、基础设施建设等。

“印度制造”实施后，印度制造业竞争力出现以下结构性特点。第一，以基础生活必需品为主、高需求价格弹性的消费市场决定了印度制造业以生产中低技术产品为主。印度的私人消费以食品和非酒精饮料、交通运输、杂项商品及服务为主，在 2022 年私人消费支出中的占比分别为 30.2%、16.3% 和 14.5%。同时，印度消费者对价格敏感。以智能手机为例，IDC 数据显示，2023 年二季度印度智能手机平均价为 241 美元，其中 200 美元以下、200 至 400 美元是主要类别，市场份额分别为 65% 和 22%。第二，与中国制造业出口相比，印度仅在少数出口领域占优。2022 年印度制造业出口规模为 4145.7 亿美元，相当于中国的 11.8%，并且除贵金属及制品和矿产品外，印度在其他制造行业的出口规模并不占优。在机电产品、运输设备和药品等印度政府重点布局的制造行业，印度的出口份额有所增加，但增速并不及中国。第三，在全球分工体系下，印度整体位于产业链下游，进口依赖度较高，价值创造能力较低。2021 年印度中间产品进口占比达到 84.5%，其中前三大来源国为中国、阿联酋和美国，占比分别为 13.7%、8.8% 和 7.7%，从中国进口的中间产品主要是机电产品和化工产品。

整体上，“印度制造”计划的宏观效果并不明显，未能实现规模增长和就业岗位增加两大核心目标。从增速看，2004-2013 年，印度制造业增加值的年均增速为 11.4%，2014-2022 年则降至 5.6%；从结构看，2004-2013 年印度制造业增加值在 GDP 中的占比平均为 16.4%，2014-2022 年反而降至 14.5%，远未达到 25% 的战略目标；从就业岗位看，印度制造业吸纳的就业人数在 2020 年为 5482.8 万人，较 2013 年的 5479.4 万人仅有小幅增长，在总就业人数中的占比则由 2014 年的 11.6% 持续降至 2020 年的 10.1%。

展望未来，近年来印度制造业发展虽具有人口规模扩张、基建能力提升、营商环境改善等积极因

素，但部分固有矛盾犹存，将制约印度制造业崛起。一是印度资源利用效率较低。以棉花为例，根据联合国粮农组织测算，印度与中国棉花产量占全球总产量比重均在 20% 左右，但印度的棉花种植面积是中国的 4 倍以上，每公顷土地的棉花产量不及世界平均水平。同时，印度矿产与能源资源勘探能力有限，重要矿产与能源缺口较大，进而始终存在电力供应短缺问题，影响制造企业生产稳定性。二是印度劳动力资源虽然丰富，但转化为人口红利难度较大。印度教育资源分配不均，文盲与精英两极分化严重，并且教育结构“重商业轻工业”，高素质劳动力较少进入工业领域。三是印度顶层设计与制造业相关政策难以有效落实。例如，印度基建投资力度大，但基建项目缺乏统筹规划；产业规划布局不合理，加剧印度区域发展不平衡。

埃及：地缘冲突日趋复杂环境下，经济发展面临困境。埃及是非洲第二大经济体，北非地区经济体量最大的国家。长期以来，埃及经济呈“双赤字”特征（图 13），政府部门大量举债支撑经常账户逆差，使埃及多次陷入主权债务危机。新冠疫情、俄乌冲突期间，埃及经济呈现较强韧性，主要归功于 2016 年以来的经济结构改革和多轮 IMF 救助贷款发放¹。2023 年，受多重因素影响²，埃及经济增速大幅下滑，实际 GDP 增长 3.8%，较 2022 年下降 2.9 个百分点。2024 年一季度，埃及经济呈下滑态势加剧，红海危机对埃及在苏伊士运河运营收入产生显著冲击，月损失额在 4-5 亿美元；2024 年 2 月，埃及非石油行业 PMI 仍然呈收缩态势；2024 年 1 月、2 月，埃及 CPI 同比增速分别为 29.8% 和 36%，高通胀压力下居民消费将受到显著抑制，社会两级分化问题日益突出。展望 2024 年二季度，埃及经济增长面临较大压力。2024 年 3 月，埃及央行放开埃及镑汇率，同时加息 600 个基点，其目的是为了平衡国际收支、抑制通胀，但短期对埃及经济增长会带来抑制效应。埃及作为 IMF 第二大债务国，获得了来自 IMF 和海湾邻国³的资金支持，这对于提升市场信心、增强埃及抵御外部冲击的韧性具有重要作用。预计 2024 年第二季度，埃及实际 GDP 同比增速将明显下滑。随着后续改革政策实施和效果释放，经济有望回升，2024 年实际 GDP 增速预计在 1%-2%。除埃及外，当前土耳其、尼日利亚、摩洛哥等新兴市场国家也不同程度的面临经济发展困境。

¹ 2020 以来，IMF 先后向埃及发放快速融资工具（Rapid Financing Instrument, RFI）和常备协议（Stand-By Arrangement），2022 年 12 月 16 日，IMF 批准向埃及发放为期 46 个月、价值 30 亿美元的延展基金便利贷款（Extended Facility Fund, EFF）。

² 美联储大幅加息导致埃及大量资本外流，新一轮巴以冲突导致埃及服务业（特别是旅游业和苏伊士运河交通费收入）收入下滑，埃及国内面临汇率贬值、高通胀和债务高企压力。2023 年 10 月，国际评级机构穆迪将埃及主权信用评级由“B3”下调至垃圾级“Caal”。

³ 阿联酋阿布扎比主权财富基金宣布向埃及投资 350 亿美元，用于开发开罗西北沿海旅游区。

图 13: 埃及经济“双赤字”特征 (%)



资料来源: IMF, 中国银行研究院

表 3: 2024 年全球主要经济体关键指标预测 (%)

地区	年	GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率		
		2022	2023	2024 ^F	2022	2023	2024 ^F	2022	2023	2024 ^F
美洲	美国	1.9	2.5	2.0	8.0	4.1	2.7	3.6	3.6	4.1
	加拿大	3.8	1.1	1.6	6.8	3.6	2.4	5.3	5.5	5.4
	墨西哥	3.9	3.2	2.4	7.9	5.5	4.4	3.3	2.8	3.1
	巴西	2.9	2.9	1.7	5.8	4.6	3.9	9.3	8	8.1
	智利	2.4	-0.2	1.9	11.6	7.7	3.4	7.9	8.6	8.3
	阿根廷	5.0	-4.5	-2.0	71.4	128.6	265.4	6.8	7.4	8.5
亚太	中国	3.0	5.2	5.0	2	0.2	0.4	5.6	5.2	5.1
	日本	1.0	1.9	0.9	2.5	3.2	2.5	2.6	2.6	2.5
	澳大利亚	4.0	2.0	1.5	6.6	5.8	4.0	3.7	3.7	4.3
	印度	6.4	7.5	6.8	6.7	5.7	5.4	7.3	8	7
	韩国	2.6	1.4	2.2	5.1	3.6	2.6	2.9	2.7	3.5
	印尼	5.3	5.1	5.0	4.2	3.7	2.9	5.9	5.4	5.3
欧非	欧元区	3.4	0.4	0.8	8.4	5.5	2.3	6.7	6.5	6.7
	英国	4.3	0.1	0.6	7.9	7.6	3.2	3.7	4.0	4.5
	俄罗斯	-1.2	3.6	2.0	13.8	6.0	4.3	3.9	3.2	2.9
	土耳其	5.5	4.5	2.8	72	53.4	55.7	10.3	9.4	10.5
	尼日利亚	3.3	2.6	3.2	18.8	24.5	25.6	—	—	—
	南非	1.9	0.6	1.2	7.0	5.9	5.0	33.5	32.4	31.8
全球		3.0	2.7	2.5	8.7	6.9	5.8	—	—	—

注: F 为预测值; 全球 GDP 增速为市场汇率法计算结果。

资料来源: 中国银行研究院

二、国际金融回顾与展望

2024 年一季度以来，全球 FDI 呈现“区域化”特征，证券组合投资表现分化。全球汇率市场波动性增强，国际市场融资利率维持高位，全球股市持续攀升，黄金价格再创新高，引发市场关注。

（一）跨境资本流动：外商直接投资持续低迷，证券组合投资表现分化

1. 外商直接投资：在低迷中逐步复苏，行业和区域结构不断调整

2023 年，受全球经济增长疲弱、地缘环境日趋复杂、货币流动性收紧、经济主体风险偏好下降等因素影响，全球外商直接投资（FDI）活动表现低迷。联合国贸发会议数据显示，全球 FDI 总流入额为 1.4 万亿美元，较 2022 年增长 3%（表 4）。然而，全球 FDI 流量增长有相当大部分源于欧洲“避税天堂”荷兰和卢森堡 FDI 的大幅波动，排除这一影响，全球 FDI 流量将较 2022 年下降 18%。发达经济体 FDI 同比增长 29%，但是如剔除荷兰和卢森堡则下降 28%；发展中经济体 FDI 下降 9%。从行业看，制造业 FDI 增长 38%，是主要支撑因素，而第一产业和第三产业 FDI 分别下降 45%和 8%。从 FDI 形式看，绿地投资增长保持较强韧性，增长 6%，国际项目融资和并购投资增速降幅较为明显。

2024 年以来，随着全球经济逐步“软着陆”，FDI 呈复苏态势，印度、印尼、越南等新兴经济体 FDI 出现改善迹象。在弱复苏背景下，全球 FDI 可能呈现新的结构性特征。主要发达经济体持续强化投资审查，全球价值链出现分解趋势，对外直接投资呈现“区域化”特征。全球最低税率改革将较大程度影响“避税天堂”的 FDI 流入，部分营商环境优、税率相对较高的国家和地区外资吸引力提高；在数字化浪潮推动下，低就业、服务业、非股权和无形资产投资增多；可持续 FDI 将延续较快增长态势。

表 4：全球 FDI 流入规模（亿美元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全球	20035	16449	13754	17078	9620	14781	12947	13650
发达国家	13436	9432	6782	9987	3155	5972	3783	5240
欧洲	7532	5187	3237	6343	1325	507	-1068	700
北美	4955	3317	2409	2805	1228	4534	3377	3770
其他	949	927	1136	839	602	931	1474	770
发展中国家	6598	7017	6972	7091	6465	8809	9164	8410
非洲	462	404	442	460	392	796	449	480
亚洲	4782	5044	4973	5035	5165	6621	6618	5840
拉美、加勒比海	1344	1561	1545	1581	899	1379	2085	2090

资料来源：联合国贸发会议，中国银行研究院

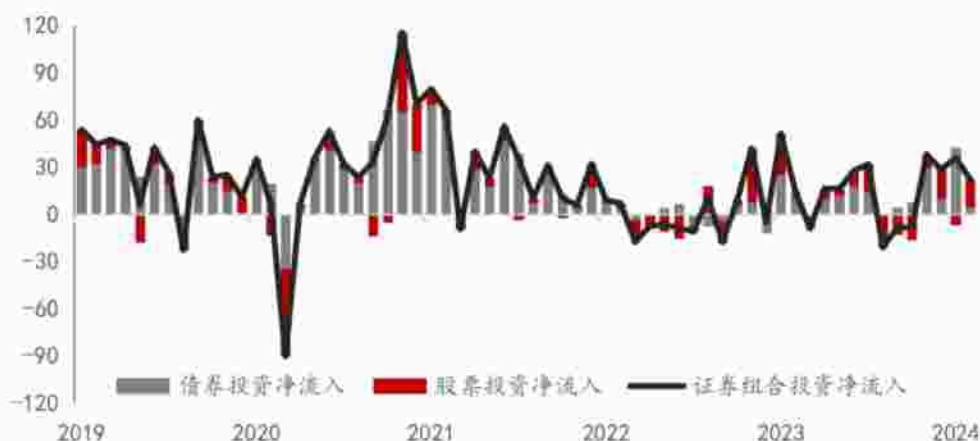
2. 证券组合投资：全球债券、股票投资表现分化，新兴市场跨境资本呈现净流入态势

2023 年，全球货币政策处于紧缩周期，证券组合投资净流动规模有所回落。根据 IMF 数据初步估计，发达经济体证券组合投资净流入 4398 亿美元，同比减少 47.3%。其中，美国资本净流入 4287 亿美元，同比减少 2.1%；欧元区面临较大的资本流出压力，德国、西班牙证券组合投资分别净流出 972 亿美元和 341 亿美元；日本资本净流入节奏放缓，由 2022 年的 1430 亿美元降至 309 亿美元。随着美欧等主要央行加息节奏放缓，新兴市场与发展中经济体资本流出紧张局势显著缓解，证券组合投资净流出规模由 2022 年的 4849 亿美元降至 1438 亿美元。其中，亚洲以及中东、中亚地区资本净流出金额为 1189 亿美元，约占净流出总额的 82.7%。

2024 年，随着全球货币政策转向宽松周期，证券组合投资将呈现新特征。在规模上，全球金融周期转换，强化资金投机偏好与短期化特征，证券组合投资流量有望回归增长轨道。在标的上，降息交易为市场主线，随着预期反复校正，债券与股票投资将交替主导并出现分化。在流向上，短期资金追逐高收益，美国资本净流入规模进一步趋缓，欧洲继续面临资本流出压力，新兴市场与发展中经济体证券组合投资吸引力将显著增强。根据国际金融协会（IIF）统计，

2024 年前 2 个月主要新兴市场¹证券组合投资净流入 580.8 亿美元，其中，债券投资净流入 477.8 亿美元，股票投资净流入 103 亿美元（图 14）。预计 2024 年二季度，这一净流入趋势仍将持续，特别是受到中国股市外资回流等因素支撑，新兴市场证券组合投资将呈现债券为主体、股票较快增长的局面。

图 14：主要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：货币市场利率高位波动，隔夜逆回购余额下降

2024 年一季度，全球货币市场运行保持平稳基调。货币市场利率与交易量高位波动。截至 2024 年 3 月中旬，美元 SOFR 利率为 5.31%，较年初略有下行，日均成交额约为 1.73 万亿美元。货币基金持续保持净流入态势。

展望 2024 年二季度，全球货币市场将呈现以下特征。

1. 货币市场利率高位波动，流动性供给总体平稳

货币市场利率与政策利率走势保持同步。根据 CME 预测，市场预计美联储 6 月开启降息的概率为 75%。欧洲及英国央行与美联储降息步伐不一，将导致短期的国际资金流动，美元 SOFR、欧元 €STR、英镑 SONIA 等利率大概率

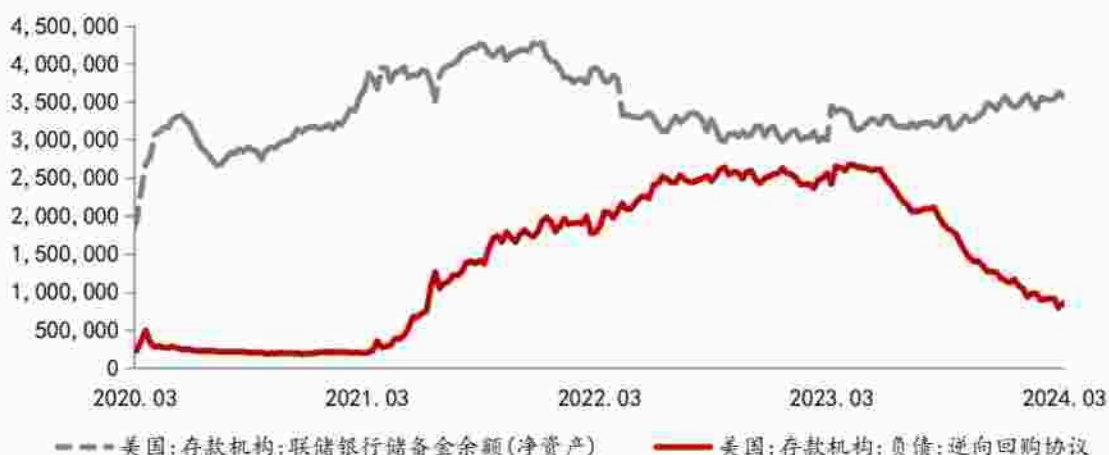
¹ 主要新兴市场包括中国、印度、印尼、韩国、马来西亚、菲律宾、中国台湾、泰国、越南、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、保加利亚、捷克、匈牙利、波兰、俄罗斯、土耳其、乌克兰、黎巴嫩、巴基斯坦、卡塔尔、沙特阿拉伯、南非、斯里兰卡、罗马尼亚、塞尔维亚、爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛、斯洛文尼亚、蒙古、肯尼亚、加纳。

将在二季度维持高位波动。值得特别警惕的是，货币市场利率在月末等特殊时点可能出现异常跳升。例如，2023年第四季度每个月末，美元 SOFR 均大幅走高，上行幅度最高接近 10 个基点。日本央行退出负利率，届时日元 TONA 利率将小幅上行，美日利差收窄将影响“套息”类交易的资金流动。随着主要央行缩表节奏放缓甚至停止，流动性供给趋于平稳，货币市场交易将保持活跃态势。

2. 货币市场资金流向发生变化，部分非银机构面临流动性压力

美联储货币政策转向成为货币市场波动的主要驱动因素，降息预期变化致使货币市场资金流向出现变化。当前，美国银行存款准备金余额温和走升至 3.6 万亿美元的高位。与之形成鲜明对比的是，代表美国非银机构流动性状况的隔夜逆回购使用量延续快速下降趋势，由 2023 年年中高位下降超过 1.8 万亿美元，至 2024 年 3 月 15 日的 0.85 万亿美元（图 15）。美联储等主要央行大概率将于第二季度放缓或停止缩表，货币市场资金运行将发生结构性变化。存款准备金余额将小幅波动，在缩表放缓前隔夜逆回购余额大概率仍会继续走低。流动性缓冲垫将大幅削薄，接近警戒水平，考虑到此前投放市场的银行定期融投资计划（BTFP）等流动性补充工具已于 2024 年 3 月 11 日到期，部分非银机构，特别是美债持有规模较大、跨市场交易活跃的高杠杆对冲基金等机构，将面临流动性压力并可能引发货币市场波动。

图 15：美国货币市场资金流向发生变化（百万美元）



资料来源：Wind, Bloomberg, 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 年一季度，主要货币汇率走势出现阶段性转折。随着美联储降息预期延后，美元汇率波动回升，截至 3 月 15 日美元指数为 103.45，较年初上升 2.4%。欧元、英镑兑美元汇率分别下跌 1.68% 和 0.39%，日元兑美元汇率触顶后快速走弱，较年初回落 5.5%（图 16）。新兴市场货币汇率出现不同幅度贬值，特别是部分非洲、中东动荡地区陷入严重的货币危机。

展望 2024 年二季度，全球外汇市场将主要呈现以下特征。

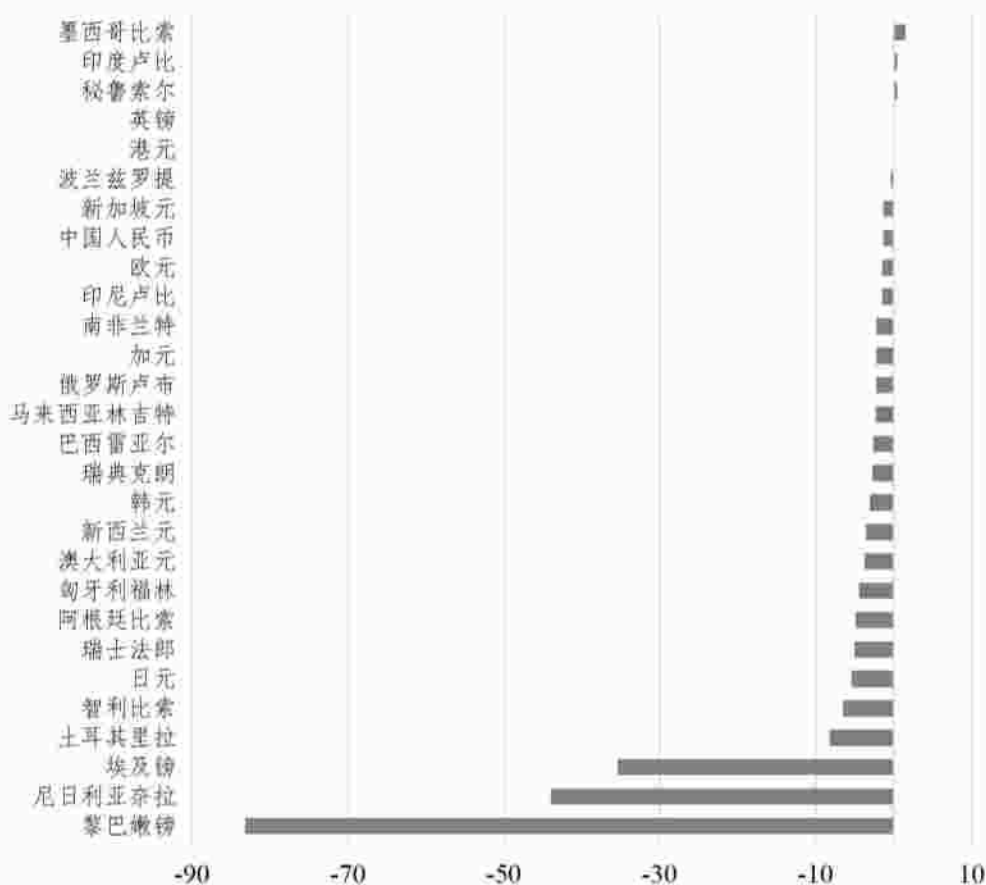
1. 外汇市场基本呈现美强欧弱格局，日元汇率将步入上行通道

2024 年，美联储、欧洲央行将开启降息操作，但政策节奏存在差异。欧洲央行大概率先于美联储行动，或将在第二季度启动首次降息。降息节奏以及基本面差异，决定了美强欧弱的基本格局，预计美元指数仍将高位波动，欧元兑美元汇率走弱。2024 年二季度，日元汇率将重拾上行动能。2012 年以来，日元汇率持续波动下行，美元兑日元汇率从 77 波动攀升至 149 水平。未来一段时期，随着日本经济基本面改善，央行退出负利率政策，资本回流与日元资产重新估值，日元汇率将得到有效支撑。

2.新兴市场货币总体承压，部分非洲、拉美国家陷入货币危机

在美元高位波动背景下，新兴市场货币依然承压，地区表现有所分化。亚洲货币小幅贬值，拉美、非洲以及中东动荡国家和地区货币面临更大的汇率贬值压力。2024年以来，黎巴嫩镑、尼日利亚奈拉、埃及镑兑美元汇率分别暴跌83.2%、44.0%和35.4%，土耳其里拉、阿根廷比索兑美元汇率分别下挫8.3%和4.9%，但较2023年初已跌去41.9%和79.1%。这些国家和地区普遍面临严重的通胀与债务困局，美元流动性不足乃至枯竭，市场信心遭受打击，货币信用与汇率价值在短期内难以改善与回升。

图 16：主要货币兑美元汇率较 2024 年年初变动 (%)



注：数据截至 2024 年 3 月 15 日。

资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

3.全球汇率波动加剧，外汇衍生品交易更加活跃

2023年下半年，随着美联储等主要央行货币政策调整方向逐渐明晰，全球汇率波动与外汇衍生品交易量经历了先升后降的过程。2024年一季度，美联储降息预期重新校准，外汇衍生品交易触底回升。截至3月5日，美国洲际交易所（ICE）美元指数期货期权、芝加哥商品交易所（CME）欧元兑美元期货期权周交易合约数量分别较上年末增加29.0%和0.2%，交易商数量分别增长17.6%和4.7%。2024年二季度是美欧等主要央行货币政策做出转向决策的关键阶段，通胀、就业等经济指标变化，将对政策节奏、市场预期造成较大影响，汇率波动性将进一步上升，多空押注的投机交易与风险管理的真实需求也将随之增加。

（四）债券市场：融资利率持续高位波动，发展中国家主权债务风险上升

2024年一季度，主要经济体国债收益率出现不同幅度回升，信用利差冲高回落。高利率环境遏制债券融资功能，平均融资期限继续缩短，但发行规模有所恢复，各部门债券违约风险逐步释放。

展望2024年二季度，全球债券市场主要呈现以下特征。

1.主要经济体的国债收益率波动加剧，各部门利率水平处于相对高位

由于服务价格水平保持较强韧性，美国通胀减速有所停滞，加之劳动力市场保持紧平衡态势，美联储降息预期有所回调。欧洲经济延续弱修复格局，服务、零售贸易和建筑商信心下降、工业信心保持稳定，消费者信心小幅上升，消费物价指数距离目标仍有差距，就业市场呈现好转，经济有望回暖，欧央行政策利率短期继续维持高位。预计主要经济体国债收益率恐将保持高位波动，不同部门、不同评级债券利率均处于历史相对高位（图17）。

图 17: 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

2. 债券市场融资功能受限，美国国债供给压力上升

全球高利率环境持续，融资成本保持相对高位，抑制了全球债券融资渠道。从短期来看，美国财政部自 2024 年 5 月将暂停增发付息国债。随着美联储放缓缩表、转向降息，将在一定程度改善美国国债的供需结构。但从中长期来看，美国国债供给依然面临压力。首先，美国财政赤字攀升的路径难以逆转，根据美国国会预算办公室的最新预测，美国政府 2025 年的净利息支出将攀升至 GDP 的 3.1%，为 1940 年以来最高水平。作为影响赤字水平的主要因素，净利息增幅在未来 10 年约占赤字增幅的四分之三。其次，在历史上的美国大选年，市场对财政状况关注度增加，将通过预期调整放大债券市场的波动。

3. 全球债务规模持续累积，发达经济体高收益债与发展中国家主权债风险值得关注

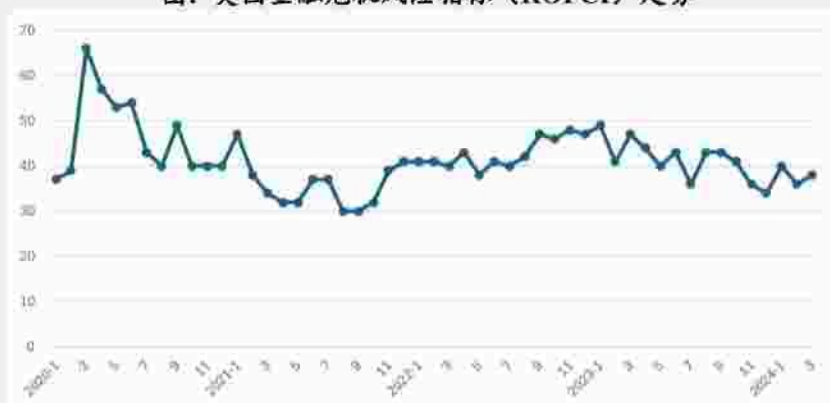
疫情以来，全球债务规模持续增长，给经济金融稳定带来一定压力。对于发达经济体，企业盈利能力受损，高收益债券市场面临一定的违约风险。对于发展中经济体，前期经济衰退风险与国际收支失衡相互叠加，加剧主权债务压

力。但是，随着美联储货币政策走向宽松，市场风险偏好攀升，资本流动方向偏向利好，2024年初新兴市场债券供需两旺的格局或将延续。但是，应警惕中东地缘冲突升级、新兴市场国家选举潮，以及个别新兴国家主权债务风险加剧引发的债券市场动荡。

专栏 3：美国金融危机监测分析

美国金融危机风险指标显示，2024年第一季度美国金融市场整体风险略有上升，但仍处于安全区域，系统性风险较低。2024年第一季度美国金融危机风险指标（ROFCI）月度平均值从上一季度的37上升到38，低于历史水平43和2023年平均值41.4；其月度指标在36到40之间波动。美国金融市场整体维持相对稳定，风险因素相对温和，其主要原因为：经济和就业在货币政策紧缩的环境下保持韧性，市场关于经济衰退的预期进一步下降。这些因素使得市场参与者信心恢复，宏观经济风险、信用风险、市场风险和流动性风险有所改善。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隔夜银行融资和回购市场状况保持稳定，市场流动性压力有限。银行业存款及其与总资产比值仍然稳定，存款流失并未涉及银行业整体。银行业系统性风险仍然在不稳定区域内波动，但未明显恶化。银行板块的股票价格波动较大，但呈上升趋势，投资者对银行业绩的信心回升。公司债券市场中，投资级别债券的风险利差较低且较为稳定，非投资级别利差未出现上升趋势，甚至部分出现下降态势。公司信贷市场的风险比上一季度下降，仍然在不稳定区域内小幅波动。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，美国宏观经济走势显示出持续增长但增幅下降的态势。

图：美国金融危机风险指标（ROFCI）走势



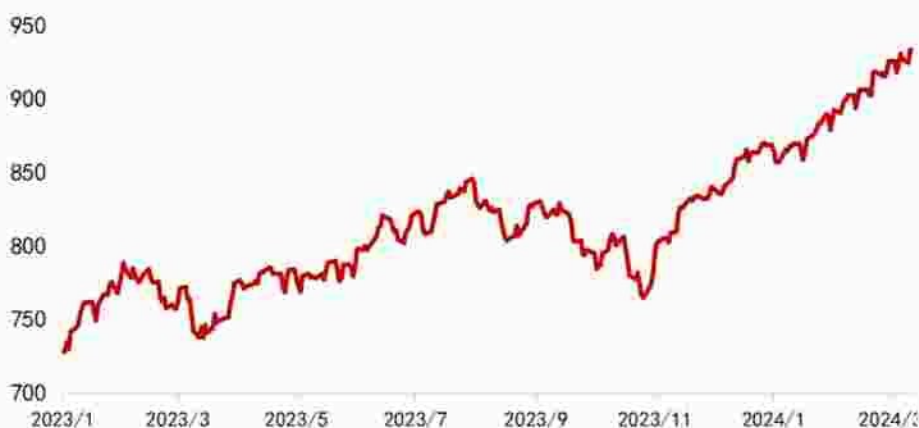
资料来源：Wind，中国银行研究院

（五）股票市场：全球股市持续走高，货币政策转向与低估值推动亚欧股市成焦点

回顾2024年一季度，全球股市延续2023年11月以来的上行趋势，持续走高。2024年3月15日，MSCI全球指数升至925.3点，较年初的868.8点增长超6.5%（图18）。发达经济体股市为全球股市增长提供重要支撑，MSCI全球

指数、MSCI 发达市场、MSCI 新兴市场涨幅分别为 5.6%、6.1%和 1.1%，其中，
 日经 225 领涨（涨幅达 15.7%）。欧洲股市表现亮眼，虽然经济增长疲弱，但
 欧洲斯托克 50 指数突破 5000 点，创 2000 年以来新高。

图 18：全球 MSCI 指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2024 年二季度，全球股票市场主要呈现以下特征。

1.美国股市上行空间有限，欧洲、亚洲股市估值更具吸引力

美国股市或呈现阶段性走强，但上行空间有限。2024 年美国大概率软着陆，美联储货币政策调整背景下，无风险利率与融资成本小幅压降，对股票市场形成一定支撑。但考虑到美股长期大幅上涨，泡沫化趋势较为明显，纳斯达克市盈率高达 40.9 倍，未来美股上行空间有限。欧洲、亚洲股市估值普遍偏低，未来更具有吸引力。受通胀放缓以及欧洲央行启动降息等利好因素支撑，市场对欧洲股市的谨慎态度逐步扭转，未来欧洲股市仍存在一定上涨空间。同时，欧洲和亚洲股市的市盈率普遍低于美国，估值更有吸引力。法国 CAC40 指数和英国富时 100 指数市盈率分别为 16.1 倍和 12.5 倍；日经 225 指数、韩国综合指数、印度 SENSEX30 指数分别为 22.3 倍、19.6 倍和 23 倍，均低于美国主要股指（图 19）。

图 19：全球主要股指概览

	证券简称	收盘价 (元)	区间涨跌幅 (%)	市盈率PE (倍)
亚洲	沪深300	3570.0	4.05	11.5
	恒生指数	16720.9	-1.92	8.3
	日经225	38707.6	15.67	22.3
	韩国综合指数	2666.8	0.44	19.6
	印度SENSEX30	72643.4	0.56	23.0
美国	标普500	5117.1	7.28	25.5
	道琼斯工业指数	38714.8	2.72	26.0
	纳斯达克指数	15973.2	6.41	40.9
欧洲	英国富时100	7727.4	-0.08	12.5
	法国CAC40	8164.4	8.23	16.1
	德国DAX	17936.7	7.07	
其他	巴西IBOVESPA指数	126741.8	-5.55	9.1
	澳洲标普200	7670.3	1.05	19.8

注：涨跌幅区间为 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 3 月 15 日，收盘价和市盈率为 2024 年 3 月 15 日。

资料来源：Wind，中国银行研究院

2.以科技股为重点的行业脆弱性显现，全球股票投资组合逐步转向

在地缘政治冲突、全球高债务、高利率背景下，金融市场仍将面临诸多不确定性，长周期、科技股为重点的投资策略进一步凸显脆弱性。未来股票投资组合逐步向期限较短、价值被低估的行业调整。全球股票市场中，由少数大盘股贡献大部分涨幅的情况出现逆转，更多类型股票出现上涨行情。从全球股市不同行业涨跌幅差异看，与之前全球股市增长主要受信息科技行业和电信行业支撑不同，全球股票投资组合集中度明显下降，除信息科技行业、电信行业外，金融、工业、能源、医疗保健等行业呈现不同程度增幅（图 20）。

图 20：全球 MSCI 一级行业指数涨跌幅（%）



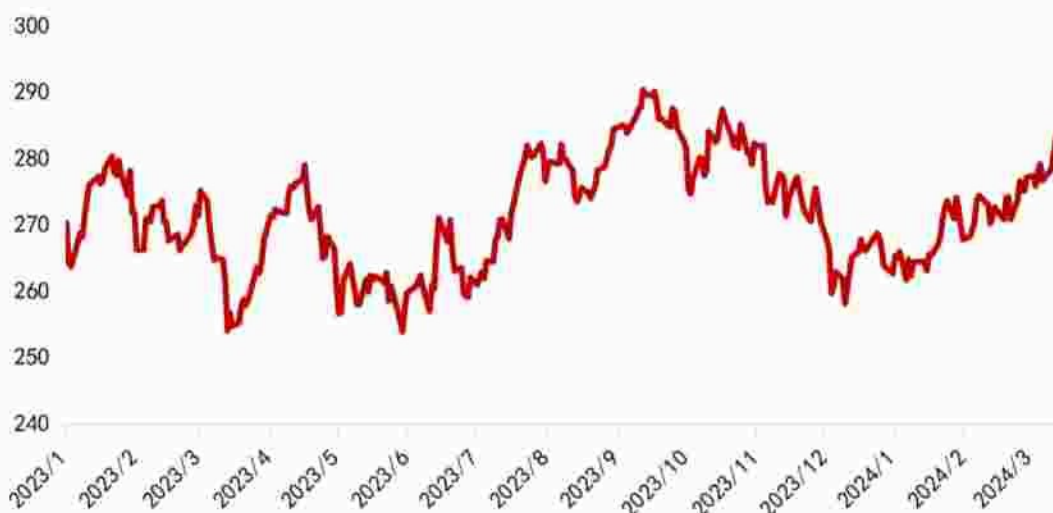
注：2024 年一季度与 2023 年一季度分别为 1 月 1 日至 3 月 15 日区间涨跌幅。

资料来源：Wind，中国银行研究院

（六）大宗商品市场：全球大宗商品价格维持高位震荡，供需错位持续修复

回顾 2024 年一季度，全球大宗商品价格触底反弹，震荡上行。2024 年 3 月 15 日，RJ/CRB 商品价格指数升至 284.6，逼近 2023 年年内最高值 290.3，较 2024 年年初增长 8.4%（图 21）。地缘政治冲突与美联储降息预期为全球大宗商品价格上涨提供支撑。全球大宗商品价格走势表现分化。从金属类商品价格走势来看，铜和黄金价格显著上涨，铝价格有所回落。截至 2024 年 3 月 15 日，LME 铜和黄金价格分别较年初增长 5.7%和 4.4%，LME 铝价格则较年初下跌 5.1%。从能源价格走势来看，原油价格震荡上行，而美国天然气期货价格创近 30 年来新低。

图 21: RJ/CRB 商品价格指数



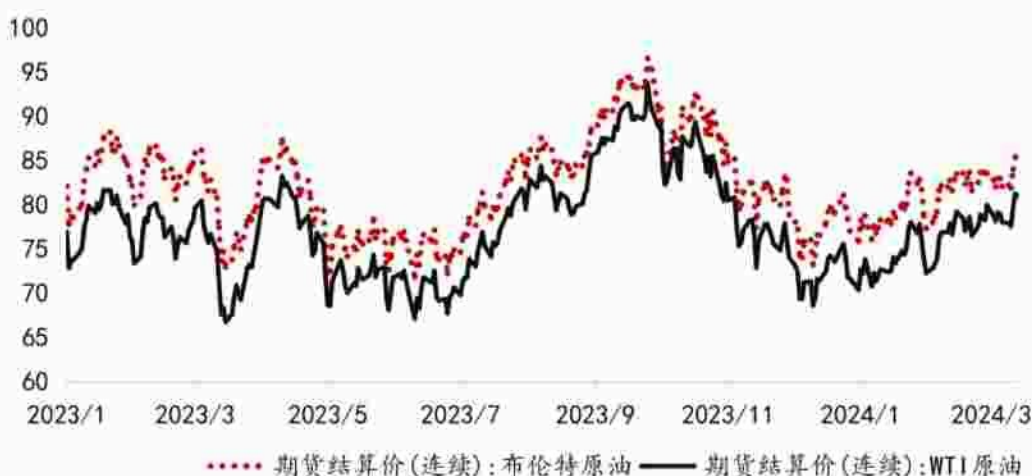
资料来源: Wind, 中国银行研究院

展望 2024 年二季度，全球大宗商品市场主要呈现以下特征。

1. 国际原油市场供应相对宽松，原油价格涨幅有限

从供给端来看，OPEC+减产政策对原油价格影响效果有限，非 OPEC+原油产量保持增长，国际原油供应相对宽松。2023 年 11 月 30 日 OPEC+指出，在 2024 年 3 月之前自愿削减原油产量 220 万桶/日。然而，11 月 30 日至 12 月 7 日的 5 个工作日内，国际油价不升反降，布伦特原油期货价格下跌至 74.05 美元/桶（降幅达 10.60%）（图 22）。同时，非 OPEC+产油国的产量增长为全球石油市场提供更多的供应来源。从需求端来看，在全球经济增速放缓、能源低碳转型提速的背景下，国际原油需求端持续承压，原油价格上涨空间有限。未来全球原油市场供应相对宽松，地缘政治冲突仍是影响国际原油价格的重要不确定性因素，但随着全球供应链调整，原油价格涨幅有限。

图 22：原油期货结算价格走势（美元/桶）

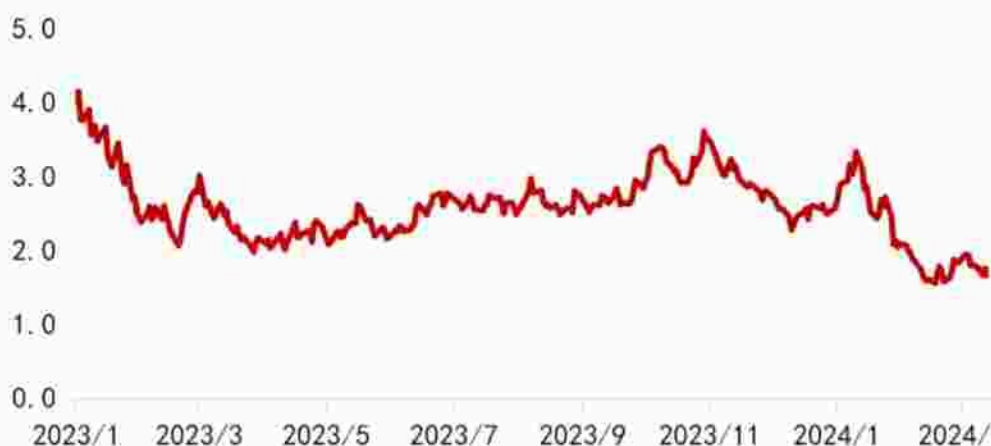


资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 未来天然气需求小幅回暖，替代能源的竞争力攀升

全球天然气供需格局相对宽松，天然气库存处于高位。NYMEX 天然气期货结算价格从 2024 年年初的 2.57 美元/百万英热下降至 2024 年 3 月 15 日的 1.67 美元/百万英热，跌幅达 35.3%（图 23）。展望 2024 年二季度，全球天然气供需格局由平衡趋向宽松，天然气价格将持续疲软，地缘政治冲突或加剧天然气供应的不确定性，导致天然气价格呈现宽幅震荡。持续回落的天然气价格将提升天然气与成品油、液化石油气（LPG）等替代能源的竞争力，全球变暖也有望进一步提振美国、欧洲等国家和地区的气电需求，带动天然气需求小幅回暖。

图 23: NYMEX 天然气期货结算价格走势 (美元/百万英热)

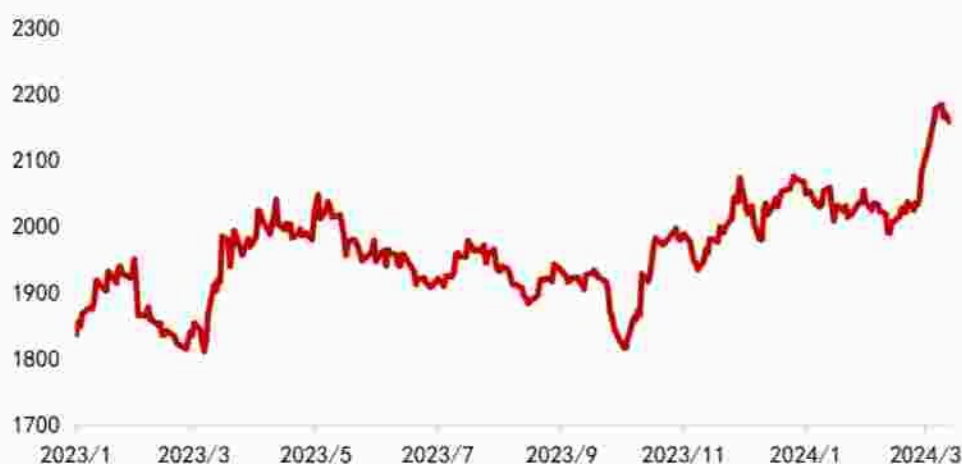


资料来源: Wind, 中国银行研究院

3. 黄金价格创历史新高，未来仍将呈现偏强走势

2024 年 3 月初，全球黄金价格呈现罕见的高位直线拉升走势，3 月 11 日 COMEX 黄金期货价格创历史新高，飙升至 2184 美元/盎司，较 3 月初增长 4.8%（图 24）。未来，全球央行加购黄金的需求上升使贵金属具备上行动能，地缘政治冲突、大选的不确定性等因素，加剧了全球投资者的避险情绪，将导致国际资金涌入黄金市场，支撑黄金价格继续延续偏强走势。

图 24: COMEX 黄金期货价格走势 (美元/盎司)

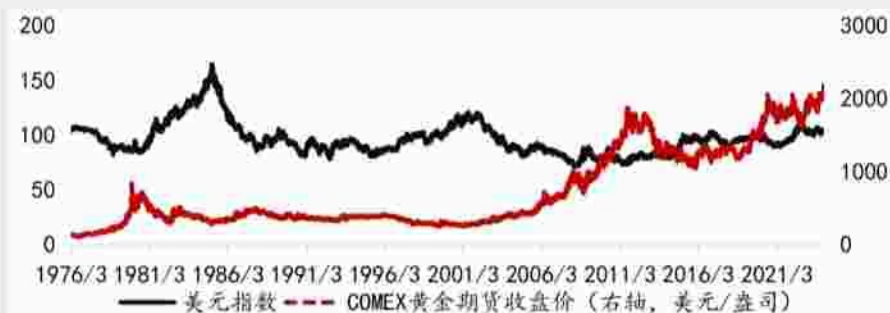


资料来源: Wind, 中国银行研究院

专栏 4：黄金价格波动与投资者风险偏好变化

回溯历史发展进程，一般而言，黄金价格与美元汇率走势呈现反向态势，即美元强势则黄金价格走低，美元弱势则黄金价格走高。然而，自 2022 年 3 月美联储开启新一轮加息周期后，美元与黄金价格却出现双双走强的局面。美元指数和黄金价格分别从 2022 年 3 月初的 97.4 和 1939.4 美元/盎司，升至 2024 年 3 月 15 日的 103.5 和 2157.7 美元/盎司，增幅分别达 6.2% 和 11.3%。究其原因，黄金价格暴涨主要由以下因素共同推动。

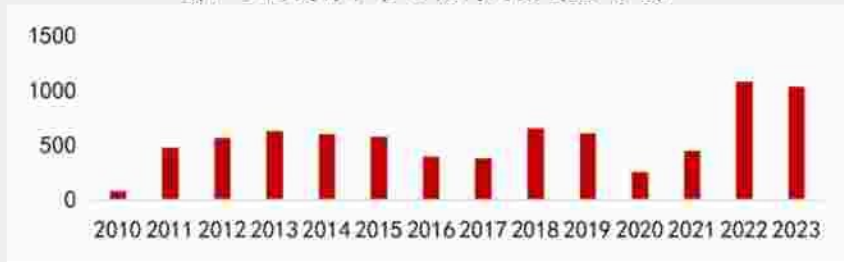
图：美元指数与黄金价格走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

一是地缘政治风险导致全球不确定性增加，黄金避险属性凸显。地缘政治冲突增强了黄金作为有效对冲尾部风险工具的作用，黄金避险属性凸显。2022 年和 2023 年《央行黄金储备调查》表明，黄金在危机时期的出色表现及其作为长期储值产品的重要作用，是各国央行持有黄金的主要动力。全球央行和官方机构黄金购买量在美联储连续大幅加息背景下逆势大涨，2022 年黄金购买量达 1081.9 吨，仅次于 1968 年，处于历史第二高位。2023 年，各国央行和官方机构购买黄金的规模较 2022 年小幅减少 44.5 吨，下降至 1037.4 吨，但仍远高于历史购买量。

图：各国央行和官方机构购买黄金 (吨)



资料来源：世界黄金协会，中国银行研究院

二是国际货币体系更趋多元化，美元币信下降推动黄金货币属性提升。当前，全球经贸格局正经历全球一体化向逆全球化、区域化发展的演变，美元等主要国际货币的生存空间发生演变，凸显黄金等避险资产的重要性。根据世界黄金协会公布的 2023《央行黄金储备调查》发现，全球央行对美元作为全球储备的信心下降，提升黄金储备占比的支持率增加。黄金作为资产再配置的载体，成为支撑各国经济往来的货币信用基础，需求大幅增加。在国际货币体系更趋多元化的背景下，黄金的货币属性在一定程度上导致了其与美元指数同方向变动。

三是通胀高企与金融市场震荡加剧，黄金金融属性增强，吸引投资者流入。从金融属性来看，黄金可以发挥抗通胀和投资品的作用。一方面，黄金投资具有保值性，在全球通胀水平处于高位的背景下，具有较强的抗通胀作用。市场流动性水平提升将推高金融资产价格，同时带来货币贬值压力，进一步凸显黄金的投资价值，助推黄金价格上行。另一方面，黄金与股票、基金、债券等资产相关性较低，在资产配置中可以有效分散风险、避免资产价值大幅波动。

三、专题研究

专题一：日本产业链政策调整最新趋势及对中国影响

1. 日本海外产业链的最新调整趋势

对外直接投资一直是日本经济发展战略的重要组成部分。2022 年末，日本对外直接投资余额为 1.9 万亿美元，居全球第八位，占 GDP 比例 49.4%。地缘政治环境变化使日本更加关注产业链的安全性，为此，近年来日本政府出台系列政策，对日资企业对外直接投资行为进行引导，扶持相关产业发展以增强产业链韧性，具体呈现如下特征。

第一，支持日资企业在东盟国家实现多元化生产。

受疫情、东道国资源禀赋优势改变和美欧发达国家贸易和科技保护主义举措等影响，日本更加重视提高供应多元化程度，发布“海外供应链多元化支持计划”，支持企业以东南亚为中心布局生产经营基地。

从具体实践看，日本政府重视项目对于加强东盟供应链韧性的实质性作用。该计划的补贴分成两个方向，分别是生产基地多元化和价值链高度化，两个方向均包含可行性研究项目和产品开发项目。其中，生产基地多元化重点支持企业将已有的生产环节在东南亚国家建立更多生产据点，价值链高度化项目重点支持企业提高日本和东南亚国家之间价值链运行效率，具体包括信息通讯技术、区块链、AI 等数字技术的应用，以及能提高跨国生产、采购、物流和服务提供效率等的项目。

受该政策影响，日资企业开始向东南亚布局，调整方向集中于越南和泰国，重点转移加工制造环节。2020 年 5 月—2023 年 8 月，“海外供应链多元化支持计划”累计资助了八个批次企业，共 125 家。其中，越南和泰国设立企业数量占比分别为 31.5% 和 20.4%（图 25），马来西亚、印度尼西亚以及菲律宾三个

国家设立企业数量合计占比为 34.6%。从资助类型看，其中六个批次专门支持日资企业生产基地多元化项目，共计 92 家企业获得资助。有相当一部分获补贴企业原本已在越南等地设有生产基地，在政策影响下，继续扩大投资主要是为提高东南亚地区产能，可见日本以越南、泰国等为中心开拓多元生产基地、降低供应中断风险的特征十分明显。

图 25：“海外供应链多元化支持计划”资助企业前往目的地（家）



注：基于对 2020 年 5 月 26 日—2023 年 8 月 18 日共计八个批次的审批结果统计得出，有 15 家企业申请去 2 个及以上国家布局生产

资料来源：日本贸易振兴机构，中国银行研究院

第二，引导战略性产业回归本土。

新冠疫情暴露了海外供应链中断对日本国民经济生活的影响，为此，日本发布“国内投资促进事业补助金政策”，鼓励海外日资企业扩大本土投资规模，增强国内生产能力，降低进口依赖。

日本政府为制造业回流本土提供大规模补贴。2022 年，日本政府追加了“国内投资促进事业补助金政策”的财政预算，该政策共计获得财政预算 5273 亿日元，是 2020 年预算金额的 2.4 倍。该政策还为中小企业回流专门设置了特例补贴项目，单个企业补贴上限是 5 亿日元。以半导体为代表的战略性高技术产业

是重点回流产业。政策明确将半导体和电动汽车列为有供应链中断风险的重点产业，鼓励相关企业加大本土投资。2020年5月—2023年6月，该政策资助了四批企业回迁，其中半导体相关企业分别有3家、17家、96家和63家，占比逐渐提升，分别达到15.8%、25.0%、62.3%和74.1%。电池、飞机和风力发电相关企业合计占比达23.7%，其中电池行业聚焦于新能源电池技术，特别是电动汽车电池。在其他化工制造业中，部分企业从事氟化氢、氦等重要半导体原材料以及硫酸镍等新能源电池的生产。

图 26：“国内投资促进事业补助金政策”回迁行业分布（家）



资料来源：日本贸易振兴机构，中国银行研究院

第三，加强国际合作重构关键产业竞争力。

在战略性产业领域，日本重视利用国际合作增强竞争力。2023年7月，日本修订后的《外汇和外贸法》正式生效，对23个先进制程半导体生产所需的设备和材料实行出口管制。2020年以来，基于四方安全对话框架（QUAD）、芯片四方联盟（Chip 4）和戴维营峰会等达成的共识，日本同美国、澳大利亚、印度、欧盟以及韩国加强供应链合作，半导体、新能源、关键矿产和信息通讯技术是重点领域。为发展新能源汽车产业，提高国内蓄电池制造能力，日本还加强同其他发展中国家的供应链联系。日本在G7峰会等国际场合提出在非洲、

中南美洲合作构建稀土开采提炼体系，2023 年底同沙特签署备忘录，合作开发铜、镍和锂等蓄电池中广泛使用的金属。

2. 日本海外产业链调整对中国影响

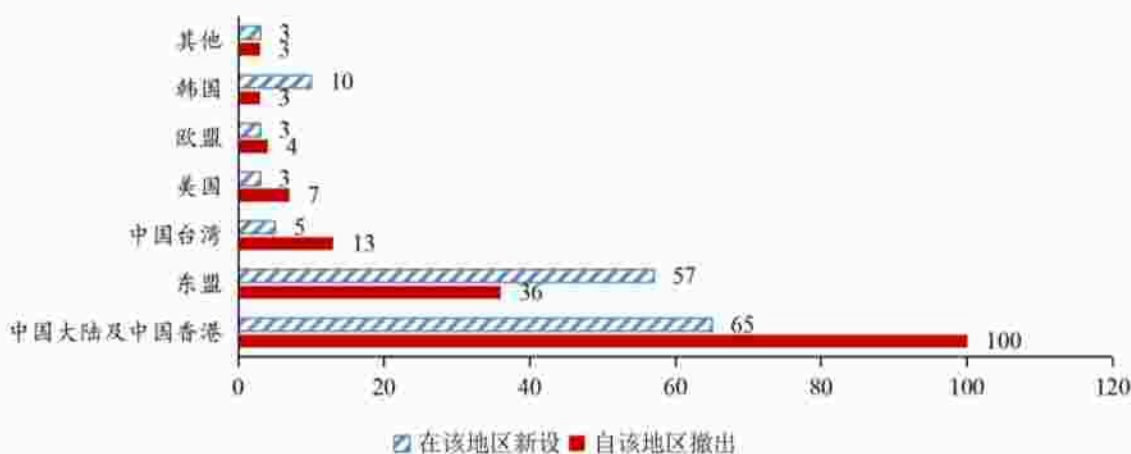
作为中国主要直接投资来源地和贸易对象，日本海外产业链政策调整对中国将产生重要影响。

第一，重构日本高技术产业竞争优势，中国在高端制造领域的技术进步紧迫性提升。日本在存储半导体产业上游的关键原材料和制造设备领域保持领先优势，高端数控机床和医疗设备等领域也拥有先发技术优势。同时，日本企业在“自主创新”方面有良好基础。当前，日本政府高度重视高技术产业竞争力下滑问题，制定《半导体和数字产业发展战略》《2050 碳中和绿色增长战略》，加大对尖端半导体、新一代信息通讯、氢燃料交通运输设备以及氢能技术等前沿领域的创新研发投入。综合这些因素以及企业加大对日本本土投资规模的动向，日本在关键技术领域的优势可能得到进一步巩固，中国向高技术产业价值链上游攀升面临更大竞争，对自主研发的速度和质量均提出更高要求。

第二，日资企业加大对东南亚国家投资，中国出口竞争力和产业链完整性面临挑战。从日资企业海外投资地来看，东盟对中国存在替代效应。2022 年，日资企业在中国和东盟的生产基地调整最为显著。中国大陆和中国香港地区合计迁出日资企业数量超过新设立数量，共迁出 100 家（图 27），明显高出其他地区，同时日本在东盟地区新设立企业数量较多。日企投资或加速东南亚地区形成新的制造中心，长期则可能降低中国部分产业链的国际竞争力。近年来，日本贸易振兴机构针对海外企业的调查显示，“员工工资上涨”“竞争对手崛起”是在华日资企业经营面临的两大难题。对于在中国不具备生产优势的产业和生产环节来说，预计包括日资企业在内的其他国家跨国企业会持续将投资向东南亚等国家转移，提高这些国家和地区生产能力，并使其获得技术和管理经

验，从而与中国在国际分工中形成竞争，中国相应的终端产品面对的东南亚和日本出口贸易压力抬升。中国自身产业链的完备性可能受到挑战，低技能劳动力就业市场也将受到冲击。2015年以来，在华日资企业就业人员数量逐年下降，2021年降至121.3万人，比2014年高峰时期的169.8万人减少28.6%。

图 27：2022 年海外日资企业布局调整情况（家）



资料来源：日本贸易振兴机构，中国银行研究院

专题二：美国货币市场基金的结构脆弱与潜在风险

2024 年年初，美国的货币市场基金大幅攀升至 6 万亿美元，再创历史新高。美国货币市场基金具有结构脆弱性和潜在风险，美国对该市场的监管再改革有可能增强其韧性，但效果仍待观察。

1. 货币市场基金的特殊结构使其比其他金融工具更具有脆弱性

第一，易于遭受挤兑。美国货币市场基金主要投资者是短期资金的拥有者，其投资该基金的目标兼顾流动性、安全性和盈利性。由于货币市场基金投资者随时可能要求赎回其资金，特别是在金融市场动荡时，这使该基金更容易发生以集中要求赎回为特征的挤兑风险。货币市场基金需要保持稳定的资产净值，当短期利率急剧上升或投资组合因其他原因贬值时，这些基金的市值可能会跌破每份 1 美元的面值，这也可能加剧挤兑风险。

第二，更容易发生流动性短缺。美国货币市场基金的融资者包括金融机构、企业和政府等，更需要相对长期和稳定的资金。作为媒介的基金管理机构的实际承担了资产负债期限转换的功能，更需持有最低水平的流动资产以应付赎回。

第三，具有衍生性风险。美国货币市场基金与银行存款都是短期投资工具，具有高度替代性，更容易挤占银行稳定资金—存款。但是，货币市场基金收益率对利率更敏感。在美联储过去四轮加息周期中该基金余额均曾以较高的收益率而吸引了大量资金流入。在最近一轮的升息环境下，该基金再次向高收益率资产倾斜，并能够提供4%以上的平均年化收益率。在此背景下，货币市场基金吸引了大量资金涌入，并且由于其回报率高于银行存款，其快速增长在很大程度上是由于银行存款转移到该基金。这种趋势有可能威胁到美国银行业的资金稳定性。

第四，更易引发系统性风险。由于参与者的广泛性，美国货币市场基金与其他金融机构、金融市场和实体经济具有高度关联，对市场动荡较敏感，其波动尤其是挤兑更容易蔓延到金融市场和经济实体。除了货币市场基金之外，美国的其他现金管理工具，包括美元离岸货币市场基金和短期投资基金的规模估计在1.8万亿美元左右。若这些工具发生大量赎回，则可能进一步威胁短期融资市场稳定。

2.美国货币市场基金市场近期出现系统性风险的可能性较低

虽然美国货币市场基金市场的脆弱性和潜在风险有上升趋势，但在近期出现重大风险并形成系统性风险的可能性较低。美联储的隔夜逆回购资产为货币市场基金提供了一个安全、高流动性和高收益的资产选择。

第一，基金增长对不同规模银行存款的冲击有别。近期，美国银行存款相对稳定，周余额从2023年5月的17.23万亿美元上升到2024年2月的17.42万

亿元美元，与银行资产余额比值维持在 75%左右的安全水平。根据 BIS 的估算，美国的货币市场基金每月平均 45%流向了银行。值得关注的是，货币市场基金增长对社区银行存款的冲击较大。这些银行面临更大的储户行为变化、融资成本上升和投资证券市场价值下降的挑战。社区银行不得不提高存款利率，与大银行及货币市场基金竞争，并增加了对批发资金的依赖。这不仅导致其净息差下降，也引发无保险存款占比上升，进一步增加了资金来源的脆弱性。

第二，基金大量投入隔夜逆回购在一定程度上起到了维持市场流动性的安全阀作用。美联储从 2021 年中旬将逆回购利率从等于联邦基金利率目标区间下限提升到高于该下限 5 个基点，这吸引了大量货币市场基金投入该资产，该基金在逆回购余额中的占比达到 95%。回溯历史案例，2019 年 9 月在美联储缩表过程中发生的市场流动性短缺危机表明，银行业准备金水平是维持银行业及市场流动性的关键。而这一点在本轮缩表过程中更为关键，这不仅因为这次缩表规模和速度远高于上次，也因为这次缩表同时伴随着国债发行更大幅的增长，其对流动资金的虹吸容量也更大。

第三，目前美国家庭和企业的流动性和现金相对充足，杠杆率较低，企业盈利情况较为稳定。其集中赎回货币市场基金以大幅增加流动性的压力有限。

3.美国针对货币市场基金的监管改革，意在提升市场韧性，但效果有待考验

美国金融监管机构为了增强货币市场基金的稳定性和降低风险，在 2008 年金融危机后，曾针对该市场在危机中经历的挤兑情况进行监管改革。例如，要求货币市场基金持有最低水平的流动性资产等。然而，这些改革仍未能避免疫情期间金融市场的动荡。2020 年 3 月，两周内机构投资者持有的优质货币市场基金经历了占其总资产 30%的净赎回。为了进一步增强货币市场基金市场稳定性，美国对该市场实施了监管再改革。2023 年 7 月，美国证券交易委员会（SEC）

根据 1940 年《投资公司法》通过了货币市场基金规则修正案，其主要内容包括将每日和每周的最低流动性资产比例要求分别提高到 25% 和 50%，以提供更多流动性缓冲应对赎回等方面。最新的监管改革旨在增强货币市场基金弹性、流动性和透明度，尤其是在市场压力时期，使更广泛的投资者受益。当前，关于金融改革的效果仍待市场进一步的考验。目前，相关行业、利益相关者等对新规则普遍表示了支持，认为这些改革是提高货币市场基金韧性的重大进展。部分利益相关者则认为，拟议的新定价方法可降低运行风险，但对其复杂性和成本表示担忧，未来在重大压力时期货币市场基金仍可能遭受挤兑的冲击。

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