中国银行 BANK OF CHINA 研究院

全球经济金融展望报告

2024 年第 4 季度（总第 60 期）　　报告日期：2024 年 9 月 26 日

要点

● 2024 年三季度，全球经济增长动能减弱。居民消费增速放缓，固定资产投资反弹，政府支出增速回落，总需求降温。全球粮食供给承压，制造业复苏动能减弱，服务业表现较好，总供给保持稳定。全球贸易延续复苏态势，财政政策正常化步伐分化，货币政策踏上正常化之路，货币市场波动加剧，外汇市场步入转折期，债券收益率显著回调，全球股市震荡加剧，大宗商品价格走势分化。

● 展望 2024 年四季度，全球经济下行风险增加，可能呈现总需求、总供给同步回落特征。通货膨胀压力有望进一步缓解。全球贸易增长不确定性加大，财政扩张力度趋于平稳，美欧延续降息周期。外汇市场波动率上升，美债长期供给压力仍存，全球股市轮动周期启动，大宗商品价格波动加剧。

● “全球南方”崛起与中国深化“南南合作”路径、美国国债市场结构及其与美联储货币政策互动等热点问题值得关注。

2024 年三季度全球主要经济指标趋势分析

	分项	2022 年占全球 GDP 份额	2024Q3 同比增速-2024Q2 同比增速	综合研判
需求	居民消费	55.4%	↓	↓
	固定资产投资	28.1%	↑	
	政府支出	16.5%	↓	
供给	农业	4.3%	↓	基本稳定
	工业	27.5%	↓小幅下滑	
	服务业	68.2%	↑	
经济增长——GDP 增速				↓略低于二季度
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）
　　綦子琼（全球市场部）
　　陆晓明（纽约）
　　魏芸（布宜诺斯艾利斯）

联系人：曹鸿宇
电　话：010-66594053
邮　件：yjycaohongyu@bank-of-china.com

经济增长动能有所减弱，货币政策踏上正常化之路

——中国银行全球经济金融展望报告（2024 年第 4 季度）

2024 年三季度，全球经济增长动能有所减弱，居民消费增速放缓，固定资产投资反弹，政府支出增速回落，总需求降温。全球粮食供给承压，制造业复苏动能减弱，服务业表现较好，总供给保持稳定。全球通货膨胀压力进一步缓解。国际贸易延续复苏态势，“南南合作”成为重要增长引擎。美国经济动能回落，欧洲缓慢增长、各国表现分化，日本经济形势有所改善，印度高增长面临制约因素，越南经济呈现较强韧性，阿根廷经济逐步企稳。全球财政政策正常化步伐分化，支出乘数效应趋降。美欧央行步入降息周期，日本央行升息与缩减购债并举。全球直接投资表现分化，亚洲市场受到证券投资青睐。全球外汇市场步入转折期，债券收益率显著回调，全球股市震荡加剧，大宗商品价格走势分化。

展望 2024 年四季度，全球经济下行风险增加，可能呈现总需求、总供给同步回落特征。主要经济体消费增速趋于回落，私人投资弱复苏，国际贸易增长不确定性加大。全球生产复苏动力减弱，制造业新订单趋减，服务业回落速度预计慢于制造业。全球通胀有望进一步改善。美欧延续降息周期，日本延续“加息+缩表”逻辑。直接投资延续分化态势，美元指数波动回落，外汇市场波动率上升，美债长期供给压力仍存，全球股市轮动周期启动，大宗商品价格波动加剧。

本期报告分别对“全球南方”崛起与中国深化“南南合作”路径、美国国债市场结构及其与美联储货币政策的互动两个专题展开分析。

一、全球经济回顾与展望

（一）经济增长动能有所减弱，GDP 增速小幅回落

2024 年三季度，全球经济复苏动能较二季度有所减弱。总需求回落，各分项走势分化；总供给保持平稳，服务业表现较好。在需求走弱、供给稳定的背景下，全球经济增速小幅下降、通胀压力继续缓解（表 1）。

表 1：2024 年三季度全球主要经济指标趋势分析

	分项	2022 年占全球 GDP 份额	2024Q3 同比增速-2024Q2 同比增速	综合研判
需求	居民消费	55.4%	↓	↓
	固定资产投资	28.1%	↑	
	政府支出	16.5%	↓	
供给	农业	4.3%	↓	基本稳定
	工业	27.5%	↓小幅下滑	
	服务业	68.2%	↑	
经济增长——GDP 增速				↓略低于二季度
通货膨胀率——CPI 增速				↓

资料来源：世界银行，中国银行研究院

居民消费增速放缓，固定资产投资反弹，政府支出增速回落，总需求整体降温。一是居民消费进入 8 月后有所降温。7 月，全球主要经济体社会零售销售额总体表现较好（表 2）。但 8 月以来，受全球金融市场波动、美国就业市场降温、欧洲奥运经济“退潮”以及居民财产、工资收入增长预期转弱等因素影响，主要经济体消费者信心下降，消费支出增速放缓。美国零售销售同比增速由 7 月的 2.9%降至 8 月的 2.1%，环比增速更是由 1.2%大幅降至 0.1%。中国社会消费品零售总额 8 月增长 2.1%，较 7 月下降 0.6 个百分点。全球商品贸易延续复苏态势，中国、越南等亚太经济体出口表现良好；美国企业进入“补库存”周期，部分进口商为规避即将生效的对华“301”关税政策影响，加大“抢进口”力度。**二是私人投资逐渐触底回升。**二季度以来，全球融资环境逐渐改善，美联储、欧洲央行、英国央行、加拿大央行步入降息周期，利率中枢下行，带动私人投资增速触底回升。部分经济体跨境直接投资有复苏迹象，但仍面临

多重挑战。地缘政治环境日趋复杂，主要经济体加征关税、加大跨境投资审查力度，对全球直接投资流速和流向产生重要影响。2022 年和 2023 年，全球直接投资已连续两年下降，2024 年反弹力度整体有限。**三是主要经济体财政支出增速放缓。**为应对经济下行压力，主要经济体政府仍维持着一定财政支出增长，但增长势头已显露放缓迹象。政府债务规模持续攀升，财政空间受到挤压，支出结构持续调整，乘数效应减弱。

表 2：全球主要经济体零售销售额/指数同比增速

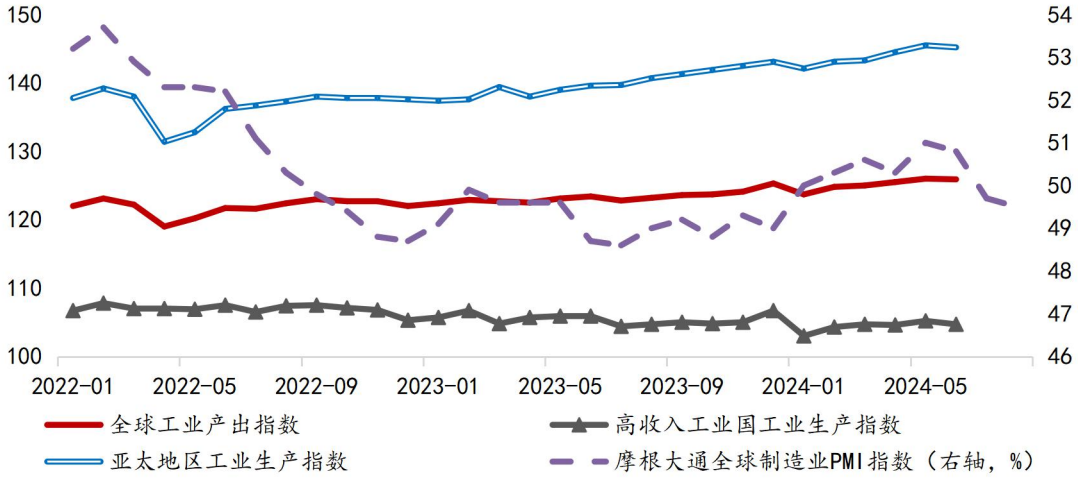
	2022 年不变价居民消费全球份额	2024 年零售销售额/指数同比增速（%）					
		Q1 均值	4 月	5 月	6 月	Q2 均值	7 月
美国	19.9%	2.0	2.8	2.6	2.0	2.5	2.9
中国	12.8%	3.1	2.3	3.7	2.0	2.6	2.7
欧元区	11.1%	-0.2	0.7	0.5	-0.3	0.3	0.0
日本	3.2%	1.2	4.5	5.9	2.3	4.2	7.8
巴西	2.6%	5.9	2.1	7.8	4.1	4.6	4.4
印尼	2.4%	5.6	-2.7	2.1	2.7	0.7	4.3
英国	2.3%	2.8	-0.7	2.4	0.6	0.8	2.4
墨西哥	2.1%	8.7	6.2	8.0	5.7	6.6	--
韩国	1.3%	0.9	1.1	-0.2	-0.9	0.0	0.8
澳大利亚	0.9%	1.2	1.3	1.7	2.9	2.0	2.3
南非	0.7%	4.4	4.1	4.4	7.6	5.4	5.3

资料来源：世界银行，Wind，中国银行研究院

全球粮食供给承压，制造业复苏动能减弱，服务业表现较好，总供给保持基本稳定。第一产业不同农产品供给分化。小麦、大米等农产品产出有所增长，三季度月均同比增速分别为 1.0%和 0.4%，与二季度基本相当，但粗粮、谷物等产出下降，三季度月均同比增速分别为-3.5%和-1.5%，分别较二季度下降 2.4 和 1.3 个百分点。**工业产出增速回落。**上半年，全球工业产出延续较好复苏势头，6 月以来复苏势头呈放缓迹象。根据联合国工业发展组织数据，6 月全球工业生产指数为 125.9，较年初增加 2.2 个点，但较 5 月降低 0.1 个点。制造业 PMI 等前瞻指标反映三季度全球制造业承压。8 月，摩根大通全球制造业 PMI 为 49.5%，较 7 月下降 0.2 个百分点，连续两个月处于荣枯线以下（图 1）。**服务业表现较好。**8 月，摩根大通全球服务业 PMI 为 53.8%，连续两个月回升，延

续良好态势。7 月，全球航空客座率升至 86%，连续 6 个月回升，较 2023 年同期增加 0.8 个百分点；货邮载运率[1]为 44.4%，比去年同期高 2.3 个百分点。

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

展望四季度，全球经济下行风险增加，可能呈现总需求、总供给同步回落特征。需求端，欧美等主要经济体劳动力市场逐渐疲软，将影响居民收入增长，弱化消费者支出能力。8 月，经合组织（OECD）消费者信心指数为 98.9，连续 5 个月下行。预计四季度主要经济体商品和服务消费增速趋于回落，不仅将弱化国内私人消费对经济的带动作用，还会对全球贸易和外需增长产生不利影响。美欧多个经济体对华新能源汽车等产品加征关税，由此引发各国贸易政策博弈，将加大全球贸易增长的不确定性（专栏 1）。美欧央行货币政策逐渐转向，有利于提振私人投资，但复苏力度不足以抵消消费回落对经济增长带来的负面影响。**供给端，**制造业新订单趋于减少，全球生产复苏动力将减弱。8 月，摩根大通全球制造业 PMI 中的新订单和产出指数均处于荣枯线以下，分别较 6 月下降 1.9 和 2.4 个百分点，下行趋势明显。全球服务业 PMI 中的未来活动和新出口订单指数分别较 6 月下降 0.3 和 0.1 个百分点。从先行指标看，全球服务业回落速度预计将慢于制造业。**预计 2024 年三季度全球实际 GDP 同比增速为 2.7%，**

1 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。

全年实际 GDP 增速为 2.7%，与 2023 年增速持平（表 3）。

专栏 1：多国加征关税，经济增长或受到波及

近年来，在全球经济复苏乏力、地缘政治冲突加剧背景下，越来越多的经济体出于保护本国经济和产业目的，出台贸易保护主义措施，导致全球贸易和投资壁垒增加。IMF 数据显示，2023 年全球实施了近 3000 项贸易限制措施，约为 2015 年 5 倍。2024 年以来，更多经济体加入上调关税行列，特别是出台专门针对中国或意在打压自华进口产品的关税政策。美国宣布提高部分中国商品的 301 关税，并对自中国进口的电动汽车、锂电池、太阳能电池板等多项产品加征关税。美国还联合墨西哥，对自墨进口且含有在中国、白俄罗斯、伊朗和俄罗斯冶炼或铸造成分的钢铝产品加征关税。在美国带动下，加拿大宣布对中国电动汽车和钢铝产品加征高额关税，并计划进一步对电池和电池部件、半导体、太阳能产品和关键矿物等领域的中国产品加征新关税。欧盟发起对华电动车反补贴调查，从 2024 年 7 月开始对自中国进口纯电动汽车征收临时反补贴税，并将在 11 月决定是否采取为期 5 年的最终关税措施。

全球关税上调趋势正快速蔓延。除发达经济体针对中国新能源汽车等优势高科技产品出口强化贸易限制措施外，部分新兴经济体也不断强化贸易保护政策，希望通过提高关税保护本国产业发展、争夺全球出口市场。土耳其对自华进口电动车推出有条件豁免的附加关税措施；巴西恢复对进口电动汽车征税；墨西哥以“防止不公平竞争”、“保护本国企业”为由，上调钢、铝、纺织品、木材、塑料及其制品等 544 项商品最惠国关税；印度尼西亚亦以“保护国内产业”为由，对鞋类、服装、纺织品、化妆品和陶瓷等消费品征收 100%-200%保障性关税。

全球范围看，新的关税措施将对全球贸易和投资活动造成扭曲，引发全球经济和供应链分裂，并导致相关反制措施。IMF 测算，由贸易保护主义引发的全球经济和供应链分裂代价高昂，最高可能会使全球经济产出减少约 7%，相当于减少了日本和德国 GDP 总和，严重损害全球经济增长和稳定。

表 3：2024 年全球主要经济体实际 GDP 和通货膨胀率预测（%）

地区	国家	实际 GDP 增长率				CPI 同比增速			
		2022	2023	2024F	较 2 季度预测	2022	2023	2024F	较 2 季度预测
美洲	美国	1.9	2.5	2.3	+0.2	8.0	4.1	2.7	-0.1
	加拿大	3.8	1.1	1.4	-0.1	6.8	3.6	2.5	-0.1
	墨西哥	3.9	3.2	1.8	-0.3	7.9	5.5	4.7	+0.3
	巴西	2.9	2.9	2.2	+0.1	5.8	4.6	4.2	+0.2
	智利	2.4	-0.2	2.5	+0.5	11.6	7.7	4.0	+0.8
	阿根廷	5.0	-1.6	-3.5	+0.1	71.4	128.6	224.5	-29.2
亚太	中国	3.0	5.2	5.0	-0.2	2.0	0.2	0.6	持平
	日本	1.0	1.9	1.0	+0.2	2.5	3.2	2.3	持平
	澳大利亚	4.0	2.0	1.2	-0.3	6.6	5.8	3.4	-0.1
	印度	7.0	7.8	7.0	-0.8	6.7	5.7	4.6	-0.2
	韩国	2.6	1.4	2.5	+0.2	5.1	3.6	2.5	-0.1
	印尼	5.3	5.1	5.0	持平	4.2	3.7	2.8	持平
	沙特	7.5	-0.8	1.5	-1.1	2.5	2.3	2.0	-0.3
欧非	欧元区	3.4	0.4	0.8	持平	8.4	5.4	2.3	持平
	英国	4.3	0.1	1.1	+0.5	7.9	6.8	2.4	-0.8
	德国	1.4	-0.3	0.0	-	8.7	6.0	2.3	-
	法国	2.6	0.9	0.7	-	5.9	5.7	2.3	-
	俄罗斯	-1.2	3.6	3.3	+0.4	13.8	6.0	7.5	+0.7
	土耳其	5.5	4.5	3.2	+0.2	72.0	53.4	59.0	+32.4
	尼日利亚	3.3	2.6	3.1	+0.1	18.8	24.5	31.3	+19.7
	南非	1.9	0.6	1.0	持平	7.0	5.9	4.8	-0.2
全球		**3.0**	**2.7**	**2.7**	持平	**8.7**	**6.9**	**5.6**	-0.1

资料来源：IMF，Bloomberg，中国银行研究院

（二）全球通胀延续回落态势，能源和粮食价格下行

2024 年三季度，全球供给端稳定复苏，需求端扩张速度放缓，通胀延续回落态势。全球能源和粮食价格下行，推动各国生产和生活成本下降。8 月，联合国粮农组织食品价格指数为 120.7，同比下降 1.1%。9 月 12 日，WTI 原油期货结算价为 69.0 美元/桶，同比下降 22.4%。7 月，G20 经济体 GDP 加权平均通胀率为 5.2%，较二季度均值下降 0.2 个百分点。具体分区域/国别看，美国 CPI 同比增速自 2021 年 4 月以来首次回落至 3%以下，8 月进一步降至 2.5%。欧盟 7 月通胀压力有所反复，调和 CPI 同比增速从 6 月的 2.6%升至 2.8%，为近 5 个月新高，但进入 8 月后，德国、法国、意大利通胀水平均降至 2%以下。日本通胀形势依然严峻，通胀率持续高于 2%的目标水平。亚太等新兴经济体通胀维持在相对低位，印度、印尼 8 月通胀率分别为 3.7%和 2.1%，分别较 6 月下降 1.4 和

0.4 个百分点。8 月中国 CPI 同比增速虽较 6 月提高 0.4 个百分点，但仍处于 0.6% 的低位。阿根廷、土耳其恶性通胀形势迎来拐点，8 月通胀率分别较年内高点下降 52.7 和 23.5 个百分点（表 4）。

表 4：G20 经济体 CPI 同比增速变动（%）

	2024 年						2024 年				
	1 月	4 月	6 月	7 月	8 月		1 月	4 月	6 月	7 月	8 月
阿根廷	254.2	289.4	271.5	263.4	236.7	欧盟	3.1	2.6	2.6	2.8	2.4
土耳其	64.9	69.8	71.6	61.8	52.0	韩国	2.8	2.9	2.4	2.6	2.0
俄罗斯	7.4	7.8	8.6	9.1	9.1	加拿大	2.8	2.7	2.8	2.5	2.7
南非	5.4	5.1	5.0	4.6	4.4	德国	2.9	2.2	2.2	2.3	1.9
墨西哥	4.9	4.7	5.0	5.6	5.0	法国	3.1	2.2	2.2	2.3	1.8
巴西	4.5	3.7	4.2	4.5	4.2	英国	4.0	2.3	2.0	2.2	2.2
印度	5.1	4.8	5.1	3.5	3.7	印尼	2.6	3.0	2.5	2.1	2.1
澳大利亚	--	--	3.8	--	--	沙特	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6
美国	3.1	3.4	3.0	2.9	2.5	意大利	0.8	0.8	0.8	1.3	1.1
日本	2.2	2.5	2.8	2.8	3.0	中国	-0.8	0.3	0.2	0.5	0.6

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望四季度，全球通胀有望进一步改善。全球经济增长动能可能减弱，需求端逐渐承压。欧美发达经济体服务消费逐渐向趋势水平回归，对通胀拉升作用减弱。随着美联储进入降息周期，部分大宗商品价格可能回升，主要工业生产国生产价格指数和出口商品价格指数可能抬升，将影响通胀回落幅度。亚太地区得益于充裕商品供应和良好产业链运转情况，通胀将继续维持低位。日本通胀仍存上行压力，受春季劳资谈判加薪和夏季奖金推动，7 月日本经通胀调整实际工资同比增长 0.4%，连续 2 个月上行，日本多地出现“大米荒”，米价较去年同期大幅上涨，加剧通胀压力。**预计 2024 年全球通胀率将降至 5.6%左右，较 2023 年回落 1.3 个百分点（表 3）。**

（三）全球贸易延续复苏态势，“南南合作”成为重要增长引擎

2024年三季度，全球贸易平稳运行，延续了2024年以来的复苏态势。9月，世贸组织（WTO）公布的全球货物贸易晴雨表指数达103.0，较3月的100.6大幅提高，但较6月的103.2小幅下降。在全球贸易复苏背景下，亚洲、拉美主要贸

易国与美欧经济体的贸易表现分化态势愈发明显。2024年以来，中国、日本、韩国、印度、印尼、泰国、越南、新加坡和巴西贸易额同比增速分别较2023年同期提高10.3、6.9、15.5、13.5、9.0、27.2、9.2、23.1和8.0个百分点（表5）。半导体、手机、机械、纺织品等货物贸易，交通旅游等服务贸易是主要增长点。美欧主要发达经济体贸易表现（特别是出口）乏力，美国和加拿大贸易额增速改善幅度较为温和，欧盟和澳大利亚贸易额增速同比分别下降1.6和0.9个百分点。德国和荷兰贸易表现低迷，增速分别下降3.0和8.0个百分点（表5）。

表 5：全球主要经济体贸易额累计同比增速（%）

	2024 年			2023 年		
	贸易额	进口额	出口额	贸易额	进口额	出口额
中国（前 8 月，美元）	3.7	2.5	4.6	-6.6	-7.8	-5.7
美国（前 7 月，美元）	4.2	4.5	3.7	-1.9	-4.4	1.4
欧盟（前 6 月，欧元）	-4.8	-9.1	-0.5	-3.2	-9.5	4.1
德国（前 6 月，美元）	-3.7	-6.2	-1.5	-0.7	-5.0	3.4
荷兰（前 6 月，欧元）	-7.8	-9.6	-6.1	0.2	-1.1	1.4
加拿大（前 7 月，加元）	1.3	0.9	1.7	0.4	3.2	-2.2
澳大利亚（前 7 月，澳元）	-1.8	6.0	-7.4	-0.9	1.1	-2.3
俄罗斯（前 7 月，美元）	-3.3	-8.1	0.2	-16.6	19.6	-31.8
日本（前 8 月，日元）	5.6	2.9	8.6	-1.3	-4.2	2.1
韩国（前 8 月，美元）	3.3	-3.1	10.0	-12.2	-12.1	-12.4
印度（前 7 月，美元）	4.7	5.2	3.9	-8.8	-9.1	-8.4
印尼（前 7 月，美元）	0.3	2.4	-1.5	-8.7	-6.7	-10.3
越南（前 8 月，美元）	16.3	17.6	15.0	-10.9	-14.6	-7.2
泰国（前 7 月，美元）	4.1	4.4	3.8	-5.1	-5.5	-4.7
新加坡（前 7 月，新元）	8.3	9.7	7.0	-14.8	-16.8	-12.9
巴西（前 8 月，美元）	3.4	6.6	1.1	-4.6	-10.4	-0.0
墨西哥（前 7 月，美元）	4.0	3.7	4.3	1.9	0.2	3.8

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2024 年四季度，亚太和欧美地区贸易表现将继续分化，全球贸易复苏将面临更多不确定性，具体表现为经济下滑风险上升、贸易需求下降，多国关税、反倾销等贸易保护政策付诸实施，地缘政治因素对全球贸易的负面影响加大等方面。尽管如此，2024 年全球贸易整体表现大概率将好于 2023 年。WTO 预计，2024 年和 2025 年全球货物贸易增速将达 2.6%和 3.1%，较 2023 年-1.2%明显改善。以“金砖”、“上合”以及中非（专栏 2）等为代表的“南南合作”日趋紧密，成为推动全球贸易增长的新引擎。

专栏 2：中非合作不断深化，促进“南南贸易”增长

2024 年 9 月，中非合作论坛北京峰会正式召开。中非合作论坛成立于 2000 年，部长级会议每 3 年举行一次，是中国和非洲国家间在“南南合作”范畴内的集体对话机制。在历届中非合作论坛务实举措推动下，中非经贸合作保持强劲增长态势。

中非贸易规模扩大，结构持续优化。中国已连续 15 年保持非洲第一大贸易伙伴地位。2023 年，中非贸易额 2821 亿美元，同比增长 1.5%，规模创历史新高。中国自非洲进口坚果、蔬菜、花卉、水果同比增速分别为 130%、32%、14%和 7%，表现亮眼。机电产品是中国对非洲出口主要商品。2023 年，中国对非洲的新能源汽车、锂电池、光伏产品出口同比分别增长 291%、109%和 57%，为非洲绿色能源转型提供有力支持。

中非投资合作不断深化，合作成效显著。非洲是中国第二大海外承包工程市场，中国企业累计在非洲签署承包工程合同额超 7000 亿美元，完成营业额超 4000 亿美元。自中非合作论坛成立以来，中国企业为非洲新增和升级铁路超过 1 万公里、公路近 10 万公里、桥梁近千座、港口近百个。2013 年至 2023 年，中国在非洲建成 24 个农业技术示范中心，推广 300 多项先进农业技术，惠及 100 多万非洲小农户。交通、能源、电力、住房和民生等领域的标志性工程和“小而美”项目相继竣工，有效改善非洲当地生活条件，带动其经济社会发展。

中非合作将向着更高水平、更深层次、更宽领域发展。第九届中非合作论坛确定了未来三年中非携手推进现代化“十大伙伴行动”。其中，“贸易繁荣伙伴行动”决定给予包括 33 个非洲国家在内的所有同中国建交的最不发达国家 100%税目产品零关税待遇；扩大非洲农产品准入，深化电商等领域合作，实施“中非质量提升计划”；同非方商签共同发展经济伙伴关系框架协定，为中非贸易投资提供长期、稳定、可预期的制度保障。

中非新兴产业合作空间广阔，数字经济、绿色低碳、航空航天、金融服务等是重点拓展方向。“产业链合作伙伴行动”提出，将共建中非数字技术合作中心，建设 20 个数字示范项目。“绿色发展伙伴行动”提出，中方将在非洲实施 30 个清洁能源项目；建设气象早期预警业务平台，开展防灾减灾救灾和生物多样性保护合作；设立中非和平利用核技术论坛，共建 30 个联合实验室，开展卫星遥感、月球和深空探测合作，助力非洲实现绿色发展。中国和非洲占世界总人口的三分之一，中非合作不断深化，既符合双方共同利益，对于引领“全球南方”现代化亦有重要意义，有助于构建国际经济新秩序。

（四）全球财政政策正常化步伐分化，支出乘数效应趋降

2024 年三季度，主要经济体财政政策延续正常化步伐。6 月，美国国会预算办公室（CBO）将 2024 财年财政赤字预算由 1.51 万亿美元增至 1.91 万亿美元[1]。7 月和 8 月，美国共实现财政收入 6369 亿美元，完成财政支出 12607 亿美元，赤字规模 6238 亿美元，环比、同比增速分别达 49.2%和 666.3%。在三季度以来财政支出加码的刺激下，2024 财年前 11 个月[2]美国财政赤字已达 18971 亿美元，同比增长 24.4%。2024 年 8 月末，美国联邦政府债务余额为 35.26 万亿美元，债务压力持续攀升。2024 年 1-7 月，德国实现财政收入 2299 亿欧元，

[1] 主要驱动因素包括 1450 亿美元学生贷款减免支出，720 亿美元对联邦存款保险公司支出，《2024 紧急补充拨款法案》对海外拨款 950 亿美元以及其他民生支出。

[2] 美国 2024 财年从 2023 年 10 月至 2024 年 9 月，前 11 个月指 2023 年 10 月至 2024 年 8 月。

完成财政支出 2625 亿欧元，赤字规模 386 亿欧元，同比下降 18.5%；法国实现财政收入 1751 亿欧元，完成财政支出 2637 亿欧元，财政赤字规模 886 亿欧元，同比下降 8.1%。2024 财年前 4 个月[1]，英国实现财政收入 3593 亿英镑，完成财政支出 4107 亿英镑，赤字规模为 514 亿英镑，同比下降 1.0%。2024 财年前 4 个月[2]，印度实现财政收入 10.2 万亿印度卢比，完成财政支出 13.0 万亿印度卢比，财政赤字规模为 2.8 万亿印度卢比，同比下降 54.1%。虽然部分国家财政支出“超预期”增长，但主要经济体财政政策基本延续了回归正常化的态势。在支出规模调整的同时，主要经济体的财政支出结构持续变化。美国利息支出占比由 2020 财年的 5.3%升至 2024 财年的 13.4%，社保支出占比由 16.6%升至 22.0%，医疗补助支出由 7%升至 13.3%，国防支出由 10.9%升至 12.8%（表 6）。2024 年，德国财政支出结构中养老和工资保障支出增加，对能源和私人投资领域支出大幅下降。受降息、国债结构中通胀挂钩债券利息大幅下降等因素影响，德国、英国财政支出中利息支出占比明显下降。总体上看，在财政支出规模总体下降，支出结构中福利性支出和利息支出增加的背景下，主要经济体的财政政策的乘数效应趋降。

展望 2024 年四季度，主要经济体财政政策将延续正常化趋势。IMF 预测，2024 年发达经济体和新兴经济体财政赤字率将分别较 2023 年下降 0.4 和 0.7 个百分点。随着美联储、欧洲央行纷纷下调政策利率水平，财政体系的利息偿付压力有望得到一定缓解。全球大选对各国财政政策的影响正逐步凸显。美国大选将对美国财政政策走势产生重大影响。欧盟委员会改选后将继续强化财政纪律约束。英国工党上台后酝酿财税体系改革，财政收支趋于平衡。莫迪连任后，致力于压降印度财政赤字，降低主权债务风险。

[1] 英国 2024 财年从 2024 年 4 月至 2025 年 3 月，前 4 个月指 2024 年 4 月至 2024 年 7 月。
[2] 印度 2024 财年从 2024 年 4 月至 2025 年 3 月，前 4 个月指 2024 年 4 月至 2024 年 7 月。

表 6：美国财政收支结构演变（亿美元）

	2020 财年	2021 财年	2022 财年	2023 财年	2024 财年前 10 月
财政收入	**34212**	**40471**	**48974**	**44393**	**40846**
个人所得税	47.4%	47.0%	50.5%	53.7%	49.6%
企业所得税	10.6%	6.2%	9.2%	8.7%	9.6%
社会保险税	32.8%	38.3%	32.5%	30.3%	35.7%
消费税	3.0%	2.5%	1.9%	1.8%	2.0%
遗产赠与税	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
关税	1.1%	2.0%	2.0%	2.0%	1.6%
杂项	4.5%	3.4%	3.3%	2.8%	0.9%
财政支出	**65536**	**68225**	**62733**	**61345**	**56016**
自主性支出	**24.8%**	**24.0%**	**26.5%**	**28.1%**	**21.7%**
其中：国防支出	10.9%	10.9%	12.0%	13.1%	12.8%
非国防支出	13.9%	13.1%	14.5%	14.9%	8.9%
法定支出	**69.9%**	**70.9%**	**65.9%**	**61.2%**	**64.7%**
抵偿性收款	-4.2%	-4.9%	-8.0%	-5.6%	-2.1%
社会保障	16.6%	16.5%	19.3%	22.0%	21.3%
医疗保险	13.9%	12.7%	15.5%	16.6%	12.2%
医疗补助	7.0%	7.6%	9.4%	10.0%	13.3%
收入保障	16.0%	20.2%	9.3%	7.3%	10.1%
其他退休金和伤残金	2.6%	2.5%	3.0%	3.2%	4.7%
其他项目	16.1%	14.3%	14.8%	4.9%	4.3%
利息净额	**5.3%**	**5.2%**	**7.6%**	**10.7%**	**13.4%**

资料来源：Wind，中国银行研究院

（五）全球货币政策：欧美央行步入降息周期，日本央行升息与缩减购债并举，踏上货币政策正常化之路

2024 年三季度，全球货币政策分化加剧。在通货膨胀水平逐步放缓、失业率攀升背景下，9 月 18 日，**美联储**宣布，联邦基金利率的目标区间从 5.25%-5.50%降至 4.75%-5.0%，降幅 50 个基点。这是美联储自 2022 年 3 月启动本轮紧缩周期以来的首次降息。**欧洲央行**在 6 月下调存款利率 25 个基点至 3.75%，旨在平衡通胀控制与经济增长，为企业和消费者减负。鉴于欧元区经济增速减缓，特别是法国与德国的疲态，欧洲央行 9 月再次降息，将存款利率下调 25 个基点至 3.5%。**日本央行**在 7 月底加息 15 个基点并缩减购债，应对日元贬值与输入型通胀，货币政策正常化步伐加快。新兴市场整体通胀率平均为 5.8%，较上一季度有所回落，但货币政策的调整路径因各国经济形势的差异而存在显著分歧。

展望2024年四季度，全球货币政策主要呈现以下特征。**第一，美联储延续降息周期，以应对经济与政治双重压力。**根据美国国会赋予的职能，美联储的目标是在保持价格稳定的同时实现就业最大化。在过去一年中，美国失业率从3.4%上升至4.3%，就业指标显示出疲软迹象。加息路径点阵图显示，联邦基金利率中值到2024年年末将降至4.4%，到2025年年末将降至3.4%。此货币政策路径反映美联储在面对经济和政治双重压力时，将采取更加灵活的应对策略。**第二，经济疲软工资涨幅回落，欧央行再次降息几成定局。**在欧元区消费者价格增速放缓的背景下，最新经济数据增强了欧洲央行的降息决心。欧洲央行将在降低借贷成本的同时，继续密切关注工资和服务业价格的变化，防止通胀再次回升。欧央行必须在抗通胀和稳就业之间选择新的平衡点，预计四季度再次降息概率较大。**第三，日本通胀压力持续，延续“加息+缩表”逻辑。**日本核心CPI同比增速超过央行2%的目标，加大了进一步加息的预期。同时，日本央行宣布缩减购债计划，每个季度减少4000亿日元，预计到2026年3月月度购债规模将约为3万亿日元。在输入型通胀攀升和日元中长期贬值背景下，日本央行可能在年底前再次加息，以应对不断上升的价格压力。**第四，新兴经济体政策分化，部分国家年底或将降息。**巴西国内通胀压力缓解，已经将基准利率下调至12.25%，预计四季度继续降息，以刺激疲软的经济增长。此外，南非和土耳其等国在第四季度可能选择维持原有利率水平或采取微调措施，以平衡通胀控制与经济增长之间的矛盾。

（六）重点国别/地区经济形势研判

1.美国：经济增长动能回落，年内衰退风险较低

美国经济数据转差，市场对美国经济衰退担忧加剧。2024年三季度，美国

经济明显降温，诸多经济指标呈下行趋势。劳动力市场表现最为明显。7 月美国职位空缺数降至三年半以来最低水平，8 月私营企业就业人数仅增加 9.9 万人，是 2021 年 1 月以来最低值，8 月季调后的非农就业人数增加 14.2 万人，低于预期的 16 万人，失业率上升触发“萨姆定律”[1]衰退条件。部分情绪指标和前瞻性指标也暗示经济下行压力加大。如密歇根大学消费者信心指数月度均值从二季度的 71.5 降至三季度的 67.8；亚特兰大联储 8 月公布的未来 1 年销售收入增长预期降至 3.9%，较二季度的月度均值下降 0.2 个百分点；Sentix 投资信心指数月度均值从二季度的 16.7 降至三季度的 5.2；制造业 PMI 的 7 月、8 月均值降至 47%，明显低于二季度的均值 48.8%。居民消费信心、企业销售收入和投资信心以及工业生产环境转差，从多个领域验证了美国经济增长动能减弱。高盛、瑞银、摩根大通等机构纷纷上调美国经济衰退概率。高盛经济学家将未来一年美国发生衰退的概率从 10%上调至 25%，瑞银将衰退概率从 20%上调至 25%，摩根大通认为美国经济年底陷入衰退可能性为 35%，高于之前预测的 25%。

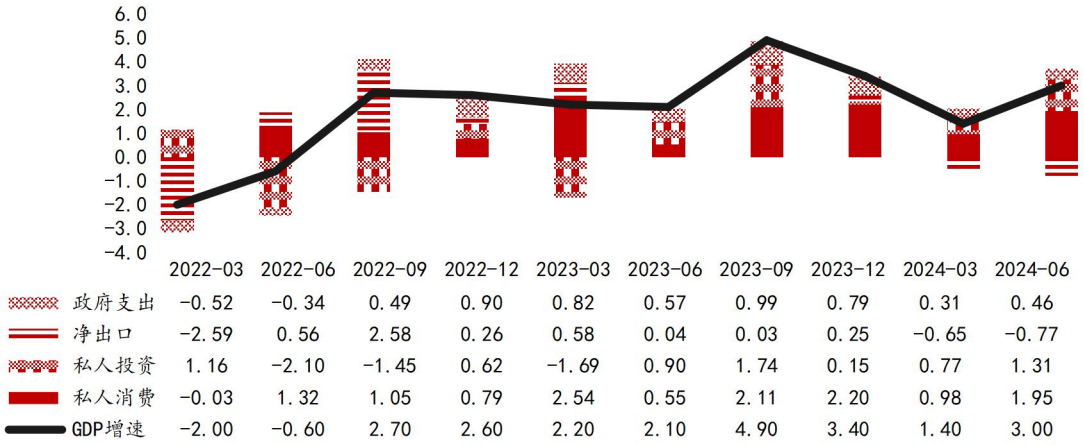
虽然美国劳动力市场、部分情绪指标和软指标走弱，但从实际 GDP 增速和部分构成经济增长的硬指标看，目前美国经济正处于温和回落阶段，尚未触发衰退条件。2024 上半年美国经济同比增速为 3%，仍处于高位。二季度 GDP 环比增长折年率修正值较初值上调 0.2 个百分点至 3%，主要由私人消费增速上调带动，表明居民消费和经济增长仍具有较强韧性（图 2）。三季度，美国经济较二季度明显下行，预计 GDP 环比增长折年率将降至 2.0%左右。**一是私人消费逐渐降温。**虽然 7 月美国零售销售依然保持较快增速，但劳动力市场降温对经济影响逐渐传导至消费市场。美国家庭居民在疫情期间积累的超额储蓄基本消耗殆尽，非农企业劳动力工资增速逐渐放缓，7 月和 8 月工资同比增速月度均值为 3.7%，较二季度均值低 0.2 个百分点。在经济下行压力下，美股逐渐逆转 2024 年上半年良好走势，三大股指在三季度波动性明显加大，7、8、9 月

[1] 萨姆定律：当失业率的三个月移动平均值相对于前 12 个月的低点上升 0.5 个百分点或更多时，暗示经济衰退即将开始。

均出现过一次比较大的回调，股票市场的财富效应减弱，对私人消费的支撑作用降低。8 月以来，私人消费增速明显下滑，消费持续增长动能不足。**二是私人投资保持稳定复苏态势。**二季度私人投资对美国实际 GDP 增速拉动率达到 1.3 个百分点，较二季度提高 0.5 个百分点，连续两个季度回升。三季度随着美联储进入降息周期、市场融资条件逐渐改善，私人投资有望保持稳定复苏态势。根据美国全国房地产经纪人协会发布数据，2024 年 7 月美国成屋销售实现五个月来首次增长。目前，美国待售房屋总数 133 万户，远低于 2019 年 6 月的 190 万户。随着销售回暖，房地产投资有望增加。非住宅投资表现依然较好，但结构持续分化。企业设备投资和知识产权投资延续较好增长态势，但建筑投资对 GDP 增长贡献率逐渐由正转负，政府产业政策对私人投资推动作用逐渐进入下半场[1]，从建筑等有形资产转向知识产权等无形资产领域。另外，随着企业库存消耗，企业逐渐进入“补库存”周期，库存投资对 GDP 增长的贡献率加大。**三是联邦政府支出增加。**7 月和 8 月，美国联邦政府合计的财政支出同比增长 82.5%，月度均值较今年二季度增长 6.6%，预计三季度政府支出对 GDP 增长的贡献率将较二季度提升。**四是净出口逆差可能继续扩大。**1-7 月，美国出口累计同比增长 2.7%，进口增长 4.6%，逆差不断扩大。7 月商品贸易逆差规模 1191.3 亿美元，为美国有记录以来最高月度逆差值，主要受企业加快“补库存”以及在对华新能源汽车等商品正式征收关税前实施“抢出口”导致的。7 月自中国进口规模为 408.4 亿美元，同比增长 13.2%，环比增长 19.7%。其中，自中国进口的道路车辆产品同比增长 23.3%。净出口逆差持续扩大对经济增长的拖累作用将加大。综合看，三季度美国私人消费和私人投资两项核心 GDP 元素对经济增长贡献率虽有所下滑，但基本稳定，经济陷入衰退的概率并不大。

[1] 受美国《芯片与科学法案》《通胀削减法案》等产业政策驱动，2023 年初以来，美国企业投资中建筑投资快速增长，季度同比增速均值从 2020 年二季度至 2022 年四季度的-5.6%升至 2023 年一季度以来的 11.5%。然而自 2024 年一季度以来，随着企业厂房建设逐渐完成，建筑投资开始从高点回落，2024 年二季度环比增速转为负值。根据企业投资规律，在建筑投资完成后，企业将加大生产设备和知识产权等投资。

图 2：美国实际 GDP 环比增长折年率及分项贡献率（%）



	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	2024-03	2024-06
政府支出	-0.52	-0.34	0.49	0.90	0.82	0.57	0.99	0.79	0.31	0.46
净出口	-2.59	0.56	2.58	0.26	0.58	0.04	0.03	0.25	-0.65	-0.77
私人投资	1.16	-2.10	-1.45	0.62	-1.69	0.90	1.74	0.15	0.77	1.31
私人消费	-0.03	1.32	1.05	0.79	2.54	0.55	2.11	2.20	0.98	1.95
GDP增速	-2.00	-0.60	2.70	2.60	2.20	2.10	4.90	3.40	1.40	3.00

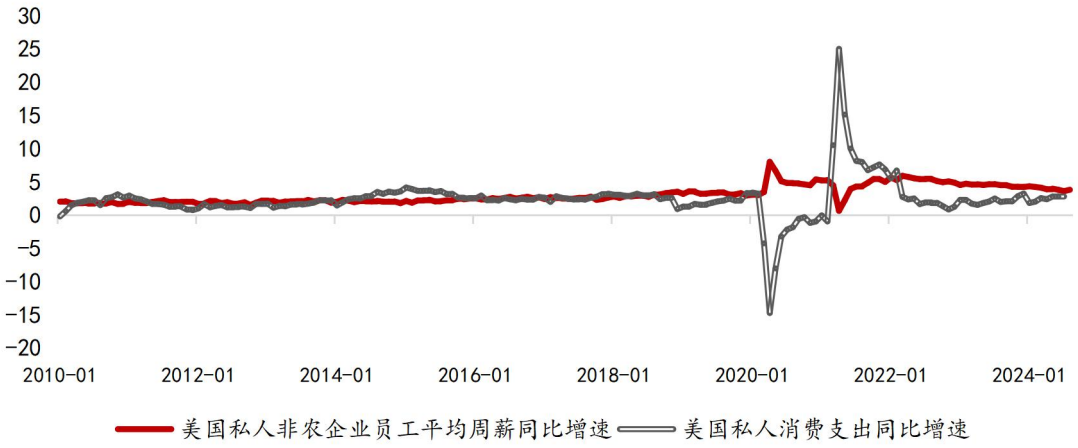
资料来源：Wind，中国银行研究院

随着经济和劳动力市场降温，美国通胀压力明显缓解。8 月，美国 CPI 同比增速为 2.5%，较 7 月回落 0.4 个百分点，连续几个月回落幅度超预期。分项看，商品价格延续低迷态势，8 月通胀率为-1.1%，较 7 月回落 0.8 个百分点，连续 3 个月负增长。服务通胀仍然呈现一定粘性，但也逐步回落，8 月通胀率为 4.8%，较 7 月下降 0.1 个百分点。能源价格造成的通胀压力明显缓解，8 月通胀率为-4%，较 5 月 3.7%高点大幅下行。扣除能源和粮食的核心 CPI 同比增速仍高于整体 CPI 增速，特别是核心 CPI 环比增速超预期反弹 0.2 个百分点，反映通胀压力依然存在。其中，住宅价格环比上升 0.5%，同比上升 5.2%，运输服务价格环比上升 0.9%，同比上升 7.9%，两者是核心通胀居高不下的主要原因。通胀压力缓解和经济动能回落催动美联储加快调整货币政策。

展望四季度，美国经济增速可能进一步下行。一是私人消费将受到更多抑制。劳动力市场是经济活动的核心，劳动力市场降温对经济的影响将加快传导至消费市场。美国经济在本轮加息周期下能够保持相当韧性的重要原因在于，劳动力市场维持紧平衡，薪资增速保持较高水平，确保居民消费能力。随着美国就业市场快速降温，美国经济“劳动力→就业→消费”的正向螺旋将被打破，私人消费增速大概率回落（图 3）。**二是私人投资增速在降息刺激下可能加快。**

美联储在 9 月正式启动降息，为刺激经济，大概率在四季度再度降息，流动性环境和融资条件改善，私人投资有望进一步好转。在非住宅投资维持较快增长的背景下，住宅投资也有望加速复苏。**三是美国大选结果存在较大不确定性。**在政府换届之际，预计四季度政府支出规模将较三季度减少。出于对关税政策担忧，进口商可能继续加大进口力度，叠加降息背景下美元指数的下行，进口支出将增加，净出口对经济拖累效应加大。**预计 2024 年第四季度美国实际 GDP 环比增长折年率将降至 1.5%左右，经济暂不会陷入衰退，但下行风险不断累积。2024 年实际 GDP 增速预计在 2.3%左右，较 2023 年下降 0.2 个百分点。**

图 3：美国私人消费支出月度同比增速与工资增速关系（%）



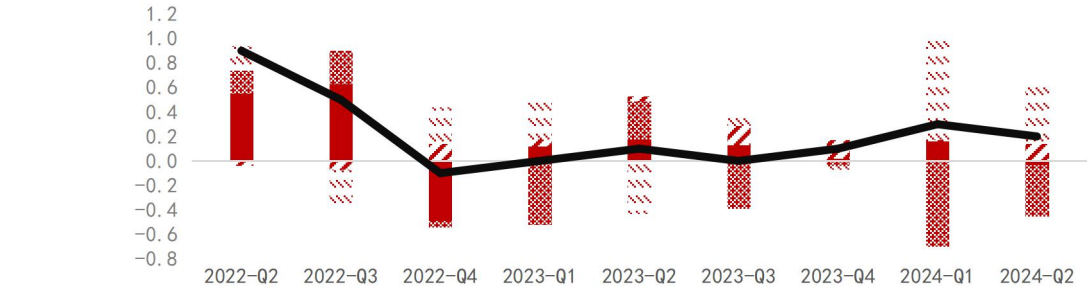
资料来源：Wind，中国银行研究院

2.欧洲：经济缓慢增长，各国表现分化

欧元区：经济缓慢增长，成员国表现分化加剧。2024 年二季度，欧元区实际 GDP 环比增长 0.2%，同比增长 0.6%。政府支出、净出口是需求端增长的主要驱动因素，分别拉动 GDP 增速 0.1 和 0.5 个百分点；居民消费增长动能转弱，对经济贡献由正转负；投资表现持续低迷，拖累经济增长 0.4 个百分点（图 4）。欧元区工业和服务业表现分化。二季度，工业生产指数平均为 97.1，较一季度下降 0.4 个点，连续五个季度下跌。制造业和建筑业分别拖累欧元区 GDP 环比

增速下降 0.03 和 0.05 个百分点。二季度，服务业表现持续向好，批发零售、金融、房地产和科技研发等服务业领域表现强劲，拉动 GDP 环比增长 0.24 个百分点，是供给端增长的主要驱动力。

图 4：欧元区实际 GDP 环比增速贡献率（%）

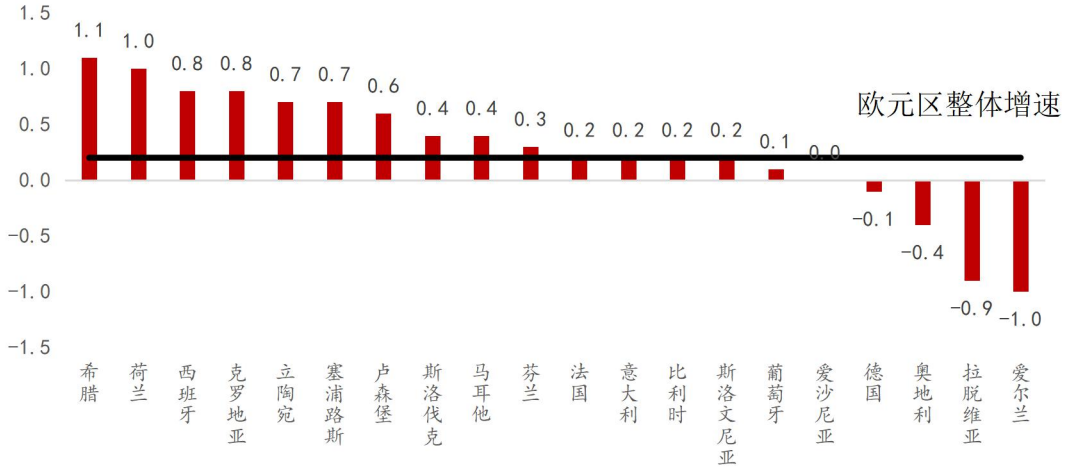


	2022-Q2	2022-Q3	2022-Q4	2023-Q1	2023-Q2	2023-Q3	2023-Q4	2024-Q1	2024-Q2
净出口	0.20	-0.33	0.30	0.34	-0.43	0.10	-0.03	0.83	0.51
政府支出	-0.04	-0.07	0.14	0.06	0.04	0.16	0.15	0.01	0.14
投资	0.19	0.27	-0.05	-0.52	0.31	-0.39	-0.04	-0.70	-0.42
私人消费	0.55	0.63	-0.49	0.12	0.18	0.13	0.02	0.16	-0.03
GDP环比增速	0.90	0.50	-0.10	0.00	0.10	0.00	0.10	0.30	0.20

资料来源：Wind，中国银行研究院

从成员国表现看，西班牙经济保持较高增速，二季度实际 GDP 环比和同比增速分别为 0.8%和 2.9%，较一季度上升 0.1 和 0.3 个百分点；法国、意大利和比利时延续前期缓慢增长态势，实际 GDP 环比增速均为 0.2%；德国经济延续低迷态势，二季度实际 GDP 环比增速再度下降 0.1%，经济下行风险较高（图 5）。

图 5：2024 年二季度欧元区成员国实际 GDP 环比增速（%）



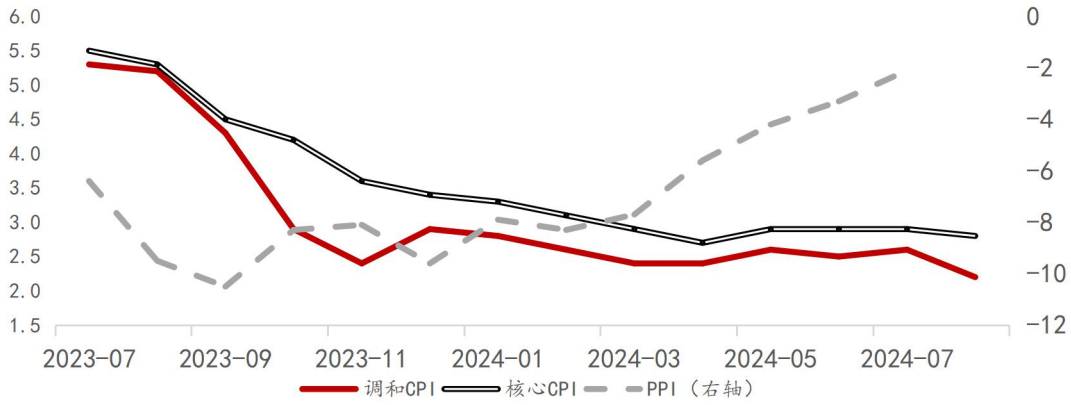
资料来源：Wind，中国银行研究院

2024 年三季度，欧元区延续缓慢复苏态势。一是私人消费小幅回暖。欧元区劳动力市场表现平稳，7 月失业率为 6.4%，较 6 月下降 0.1 个百分点。在稳定的就业和工资收入支撑下，欧元区私人消费回升。7 月，欧元区零售销售指数和消费信贷总额环比增速分别上升 0.5 个和 0.3 个百分点。**二是降息的投资拉动作用显现。**9 月 12 日，欧洲央行年内第二次降息，其中存款机制利率下调 25 个基点至 3.50%，主要再融资利率和边际借贷利率均下调 60 个基点至 3.65%和 3.90%。欧洲央行降息提振投资者信心，降低市场主体融资成本，有利于拉动投资增长。**三是政策财政空间有限。**部分欧元区成员国面临较大主权债务压力，西班牙、法国、意大利、希腊等国政府债务占 GDP 比重超 100%。在欧盟财政约束背景下，上述国家的政府支出空间大大压缩。**四是净出口支撑经济增长，服务贸易与商品贸易作用分化。**7 月，欧元区商品贸易进口和出口环比分别增长 1.6%和 0.9%，贸易顺差有所收窄。“奥运经济”拉升欧元区服务出口，7 月法国出口同比增长 7.1%，进口同比增长 1.0%。相比之下，欧元区货物贸易出口大国表现疲弱，德国 7 月出口和进口同比分别下降 1.2%和 0.1%。

欧元区通胀稳步下行。2024 年 8 月，欧元区调和 CPI 同比增长 2.2%，较 7

月下降 0.4 个百分点，接近 2%的通胀目标；核心 CPI 同比增长 2.8%，四个月以来首次下降。其中，服务通胀仍相对顽固，8 月欧元区服务价格同比增速为 4.2%，较 7 月提高 0.2 个百分点；能源价格同比大幅下跌 3%，是 8 月通胀下行主要原因。工业生产者价格跌幅持续收窄，7 月欧元区 PPI 同比下降 2.1%，降幅较 6 月缩小 1.2 个百分点（图 6）。

图 6：欧元区通胀走势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2024 年四季度，欧元区经济增长动能趋弱。一是私人消费增长动力不足。尽管欧元区劳动力市场稳健支撑居民消费能力，但居民对财务状况预期相对悲观，消费意愿普遍偏低，欧元区家庭储蓄率由 2022 年的 12.6%提升至 2024 年以来的 15%以上。8 月，欧元区消费者信心指数回落至-13.5，较 7 月下降 0.5。**二是投资信心趋弱。**欧元区制造业承压，欧洲央行在 10 月、12 月的降息节奏面临较大不确定性。9 月，欧元区 Sentix 投资者信心指数由年内高位 0.3 下降至 -15.4。8 月，欧盟《人工智能法案》正式生效，《法案》全面加强人工智能监管，加大对违规企业处罚力度，相关领域合规成本增加，将抑制高科技领域投资增长。**三是贸易增长不确定性较大。**受熟练技术工人不足、能源供应短缺、全球工业竞争加剧等因素影响，欧元区工业产值表现低迷，中间品、资本品和耐用品产量均出现下滑，全面拖累欧元区商品贸易出口。进入四季度，“奥运

经济”对服务贸易的拉动作用将全面消退，净出口对经济支撑作用大概率减弱。**预计 2024 年四季度欧元区实际 GDP 环比增长 0.2%，较三季度下降 0.1 个百分点。全年实际 GDP 增速为 0.8%，较 2023 年上升 0.4 个百分点。2024 年四季度欧元区调和 CPI 同比增速预计为 2.2%，全年为 2.3%。**

法国：奥运效应显现，经济快速增长。法国国家统计和经济研究所预测显示，2024 年三季度法国实际 GDP 环比增速为 0.4%，“奥运经济”对 GDP 增长贡献率达 0.3 个百分点。需求端看，奥运会带动服务消费和服务贸易增长。奥运会期间，约 170 万名国际游客和 140 万名法国游客赴巴黎旅游，较 2023 年同期分别增长 13%和 26%，旅游带动交通、酒店和餐饮等增长对经济贡献率约为 0.05 个百分点。供给端看，奥运会拉动服务业增长。8 月，法国服务业 PMI 大幅上升 4.9 个百分点至 55.0%，为 2022 年以来最高点。相比之下，法国制造业面临海外需求下降、新订单减少、工厂产能过剩等问题，8 月制造业 PMI 为 43.9%，连续 3 个月下降。展望四季度，法国经济预计将出现环比负增长。随着“奥运经济”的影响消退，法国服务业增长将回归常态，制造业大概率将延续低迷表现。服务消费与贸易对经济支撑作用将明显减弱。**预计 2024 年四季度法国实际 GDP 环比小幅下降 0.1%，全年实际 GDP 增速 0.7%，较 2023 年下降 0.2 个百分点，2024 年 CPI 同比增速预计将回落至 2.3%。**

西班牙：经济高速增长，通胀持续回落。2024 年三季度，西班牙经济延续良好增长态势，在欧元区成员国中表现突出。需求端看，西班牙消费增长强劲。7 月，西班牙零售销售指数环比和同比分别增长 0.5%和 1.2%。供给端看，奥运带动西班牙旅游业增长。7 月酒店过夜人数和酒店价格指数同比分别增长 2.2%和 7.2%，旅游相关服务消费继续成为拉动经济增长重要引擎。西班牙制造业呈现一定韧性，8 月制造业 PMI 为 50.5%，较 7 月小幅下降 0.5 个百分点，仍处于 50%荣枯线以上。西班牙通胀呈下行态势。8 月，调和 CPI 同比增速为 2.4%，较 7 月下降 0.5 个百分点，连续 3 个月回落。展望 2024 年四季度，西班牙在旅

游业“报复性”增长带动下，服务业连续三个季度强劲增长，其由旅游业带动的经济亮眼表现能否持续尚待观察。西班牙公共债务压力较大，面临欧盟财政约束与高利息支出负担，财政支出面临增长乏力与乘数效应下降等挑战。西班牙首相桑切斯于9月8日至11日访华，强调两国在电动汽车、绿色氢能、可持续基础设施、循环经济和能源效率等领域合作潜力，有望带动西班牙相关产业贸易投资增长。**预计2024年四季度西班牙实际GDP环比增速将回落至0.3%，全年实际GDP增速2.7%，较2023年上升0.2个百分点，2024年CPI预计为3.1%。**

英国：经济增长动力减弱，经济改革效果有待观望。2024年一、二季度，英国实际GDP环比分别增长0.7%和0.6%，通胀基本回落至2%目标水平，摆脱了2023年的滞胀状态。2024年下半年，英国经济预计仍将维持正增长但增速趋缓。需求端看，英国消费保持增长态势，7月零售销售指数环比和同比分别增长0.5%和1.4%。英国工党承诺上台后将增加开支用于社会福利、国防安全和公共服务。7月，英国政府支出环比增加2.1%，其中社会净福利支出环比增长3.2%，利息支出环比下降9.8%。供给端看，服务业和制造业保持稳定。8月，英国综合PMI达53.4%，为4个月以来最高水平；服务业PMI为53.3%，较7月上升0.8个百分点；制造业PMI由7月的52.1%上升至52.5%，为2022年6月以来最高值。展望四季度，新政府上台后积极推行各项政策改革，将提振消费者和投资者信心。8月，英国消费者信心指数为-13.0，较年内低点提升8个点。新政府积极推动中英两国关系缓和，并在金融、绿色经济等领域积极拓展贸易与投资机会。但与此同时，英国保守党执政期间遗留严重的财政亏空，将迫使新政府缩减公共开支。新政府上台以来，英国相继爆发由移民问题引发的大规模骚乱、火车司机和机场地勤人员等罢工，社会矛盾激化，可能影响英国经济增长前景。**预计2024年四季度英国实际GDP环比增速将下降至0.2%，全年实际GDP增速1.1%，较2023年提升1.0个百分点，2024年CPI预计为**

2.4%。

3.日本：经济回暖，内需成为影响经济增长关键因素

2024 年二季度以来，日本经济形势有所改善。日本实际 GDP 环比增速为 0.7%，环比折年率为 2.9%，较一季度的-2.4%明显提升。内需升温是日本 GDP 增长主因。二季度，日本国内需求拉动实际 GDP 增速环比折年率增长 3.1 个百分点（图 7），具体呈现以下特征。

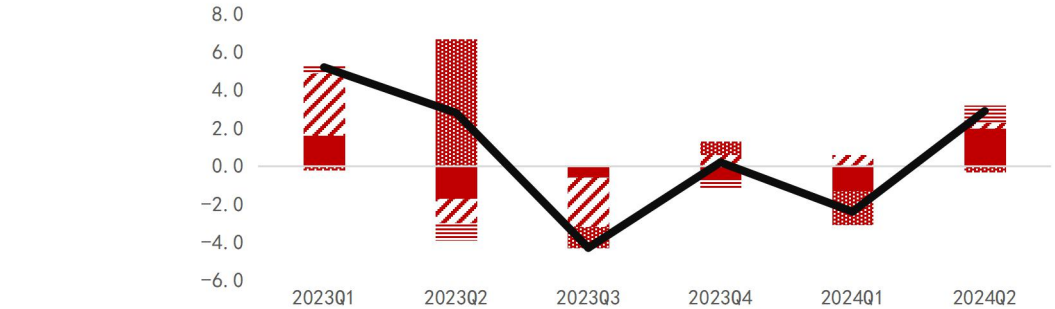
消费反弹。在经历四个季度萎缩后，日本消费市场重归扩张。二季度，私人消费增速环比折年率为 3.7%，是 2022 年二季度以来的最佳表现，对当季实际 GDP 增速环比折年率贡献 2 个百分点。根据日本厚生劳动省数据，日本 7 月份实际工资同比增长 0.4%，继 6 月份增长 1.1%之后连续第二个月上涨，居民实际收入重回扩张对消费需求增长形成支撑。日本汽车企业造假丑闻的负面影响有所缓解，前期积压的消费需求得到释放，二季度日本汽车、电器等耐用品消费支出环比增长 8.2%，较一季度的-11.0%大幅反弹，主要源于一季度低基数效应。

投资回暖。二季度，日本私人住宅投资和企业设备投资环比增速分别为 1.7%和 0.8%，较一季度的-2.6%和-0.5%明显回升，对当季实际 GDP 增速环比折年率共计贡献 0.8 个百分点（考虑存货变化后的净贡献为 0.3 个百分点）。公共投资环比增长 4.1%，扭转了过去三个季度环比下行趋势。日本政府通过加大对公共项目投资带动经济增长，政府支出对二季度实际 GDP 增速环比折年率贡献 0.9 个百分点。

外需拖累日本经济增长。二季度日本商品和服务出口环比增长 1.5%，进口环比增长 1.7%，净出口对实际 GDP 增速环比折年率的贡献为-0.3 个百分点。2024 年以来，外需对日本经济活动的贡献一直为负。根据日本财务省数据，7 月日本出口同比增长 10.2%，连续第八个月增长，好于 6 月 5.4%的增速，其中

半导体制造设备出口大增 27.8%，半导体电子零件出口大增 25.2%，汽车出口额同比增加 6.2%。与此同时，7 月日本货物进口增长 16.6%，明显快于 6 月的 3.2%。进出口相抵后贸易收支由 6 月的 2240 亿日元顺差转为 6218 亿日元逆差。

图 7：日本实际 GDP 环比增长折年率及分项贡献率（%）



	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
商品和服务净出口	-0.20	6.70	-1.10	0.70	-1.80	-0.30
政府支出	0.40	-0.90	0.10	-0.50	0.10	0.90
私人投资	3.30	-1.30	-2.60	0.60	0.60	0.30
私人消费	1.60	-1.70	-0.60	-0.70	-1.30	2.00
GDP增速环比折年率	5.20	2.80	-4.30	0.20	-2.40	2.90

资料来源：Wind，中国银行研究院

供给端活动持续升温。8 月，日本制造业 PMI 从 49.1%小幅上升至 49.5%，达近四个月新高。受车企造假事件影响的产业部门逐步恢复生产，5 月日本采矿业和制造业工业生产指数同比增长 1.1%，结束了连续 6 个月同比下降走势，在 6 月短暂下行后 7 月再度回归正增长。服务业延续强劲走势。8 月，日本服务业 PMI 从 7 月的 53.7%上升至 54.0%，连续三个月扩张，明显高于历史平均水平。2024 年上半年访日国际游客人数达到 1778 万人，刷新历史同期记录，二季度访日外国人的消费额高达 2.1 万亿日元，较 2019 年同期飙升 68.6%，同样创下季度新高。旺盛的旅游市场带动日本服务业持续处在扩张状态。

受电力、燃气价格上涨影响，通胀压力有所反弹。7 月日本核心 CPI 同比上升 2.7%，连续 35 个月上升，且涨幅连续三个月扩大。由于日本政府取消电力燃气费补贴，能源价格上涨成为推升日本 CPI 的主要原因。7 月，日本电费同比上涨 22.3%，城市燃气费上涨 10.8%，推动能源价格同比上涨 12.0%，大幅

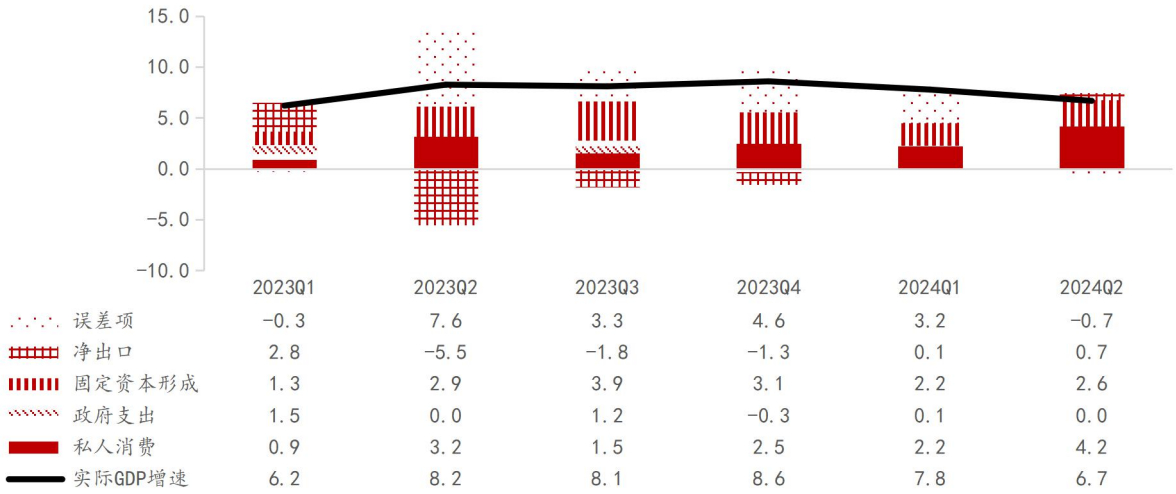
超过 6 月的 7.7%，对 CPI 涨幅影响达到 0.9 个百分点。与此同时，文化娱乐服务费、汽车相关费用、国外旅行费等价格上涨对 CPI 上涨影响较大。

展望四季度，日本经济能否延续增长表现仍然存疑。从内需看，居民收入恢复正增长有助于国内消费市场持续增长，但目前实际效果还较为有限。尽管日本 7 月以来实际工资连续两个月上涨，但当月消费者支出仅同比增长 0.1%，远低于市场预期的 1.2%，显示消费扩张动力仍不稳固。从外需看，美元兑日元汇率在 7 月初升破 161 的高点后开始回落，日元汇率大幅走强。受此影响，前期日本企业的出口成本优势有所削弱，叠加美国经济增速下行可能导致的国际市场需求收缩，日本出口进一步改善的前景并不乐观，外需可能继续拖累日本经济增长。此外，政局变化同样给未来日本经济形势带来不确定性。8 月 14 日，日本首相岸田文雄宣布自民党将于今年秋季进行“革新改变”，其本人将不再参选自民党总裁一职，新总裁选出后岸田将辞去首相职务。岸田内阁民调支持率自 2023 年 11 月以来一直低于 30%，而日本经济增长表现持续不佳是民众对岸田政府失去信心的重要原因。民调显示，在选民期待新首相推出的政策中，排在前三位的是应对高物价政策，养老金、医疗、护理等社会保障措施以及加薪等综合经济政策，而民众对于政治改革和外交与安全政策议题等关注度并不高，显示日本经济形势的复杂性以及民间对于经济政策调整的期待。政局交替背景下，新首相宏观经济政策取向有待进一步观察，日本经济形势可能面临新的变化。**预计 2024 年日本经济增速在 1%左右，较 2023 年下降 0.9 个百分点；全年 CPI 增速在 2.3%左右，较 2023 年下降 0.9 个百分点。**

4.印度：经济增速回落，高增长面临制约

2023 年，印度实际 GDP 达到 3.2 万亿美元，跃升成为全球第五大经济体，实际 GDP 增速高达 7.8%。私人消费、政府支出、资本形成和净出口占 GDP 比重分别为 56.4%、9.7%、33.6%和-2.4%。2024 年二季度，印度实际 GDP 同比增长 6.7%，较一季度下滑 1.1 个百分点。

图 8：不同分项对印度 GDP 增速的贡献（%）



	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
误差项	-0.3	7.6	3.3	4.6	3.2	-0.7
净出口	2.8	-5.5	-1.8	-1.3	0.1	0.7
固定资本形成	1.3	2.9	3.9	3.1	2.2	2.6
政府支出	1.5	0.0	1.2	-0.3	0.1	0.0
私人消费	0.9	3.2	1.5	2.5	2.2	4.2
实际GDP增速	6.2	8.2	8.1	8.6	7.8	6.7

资料来源：Wind，中国银行研究院

2024 年三季度，印度经济增速放缓。失业率走高导致私人消费动力减弱。受劳动力市场需求不足的影响，印度失业率持续上行，8 月达到 8.2%，较 5 月提高 1.2 个百分点。就业问题导致印度消费者信心指数在 3 月后整体呈下降趋势，8 月降至 61.6，是 2023 年 9 月以来的最低值。大选结束后政府支出小幅增长。6 月，印度结束选举，莫迪开启第三届总理任期，但首次面对“悬浮会议”，印度人民党需与其他政党组成联合政府。7 月，莫迪政府提交大选后首份中央财政预算，计划进一步扩大财政支出并压降财政赤字。**进口增长导致贸易逆差扩大。**7 月，印度进口规模同比增长 7.5%，能源产品和电子零部件是主要贡献项，石油制品、电子元件进口同比增幅分别达到 28.9%和 20.5%；出口同比下降 1.5%，主要原因是石油制品出口同比减少 20.8%。进口增长和出口减少导致印度贸易逆差在 7 月同比扩大 23.7%至 235.0 亿美元。

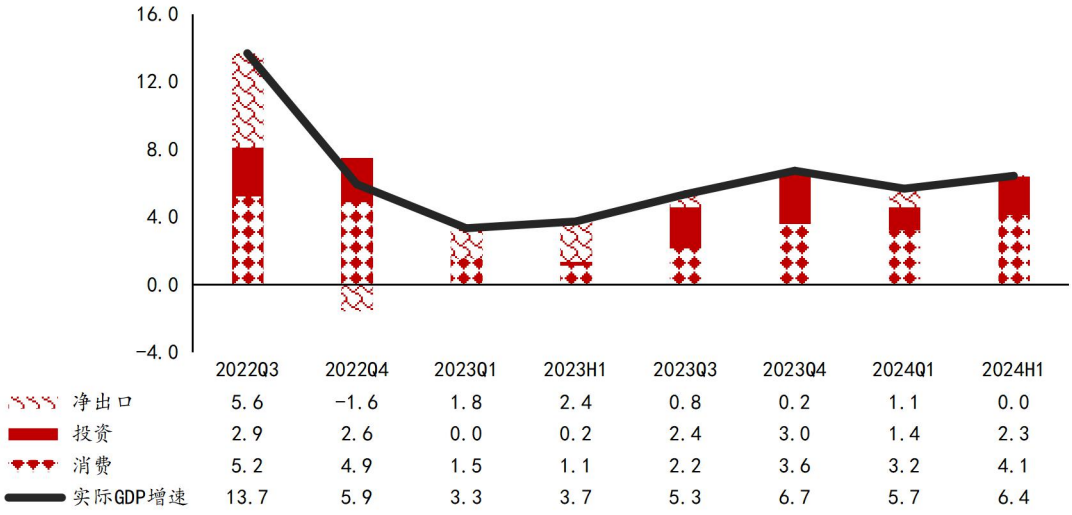
展望四季度，印度维持经济高增长面临诸多制约因素。一是经济刺激计划能否提振消费有待观察。刺激消费是印度 2024/25 财年中央财政预算的重要内容。新预算计划新增 2 万亿卢比用于创造就业机会，并推出 3 项就业相关激励计划；将个人所得税起征点由 5 万卢比上调至 7.5 万卢比并提高家庭养老金扣

除额。但 2 万亿卢比的刺激力度有限，仅占 GDP 约 1.5%，同时高失业率是劳动力市场长期供大于求导致的结构性问题，短期难以改善。减税政策主要服务于中高收入人群，对低收入人群的影响有限。私人消费能否得到有效提振有待观察。**二是政府支出面临财政赤字限制。**2025 财年，印度财政赤字占 GDP 比例由 2 月临时预算中的 5.1%下调至 4.9%，显著低于 2023 年 8.6%的实际值。国际评级机构惠誉认为印度存在较高的债务还本付息压力，8 月将其长期外币发行人评级确定为“BBB-”。面临财政赤字目标约束，叠加减税政策对财政收入的负面影响，印度财政支出能否持续扩大面临不确定性。**三是投资增速可能不及预期。**8 月，印度 CPI 同比增速为 3.7%，低于 4%目标水平，但较 7 月提高 0.1 个百分点。预计印度联储或将于 2024 年底降息，但私人借贷成本短期内仍将维持较高水平，对私人投资形成抑制。外资是推动印度私人投资的重要力量，但在市场需求不足、基础设施建设不完善、劳动力素质不高、营商环境落后等制约因素影响下，印度 FDI 短期内大幅改善的可能性较低。**四是贸易逆差可能持续扩大。**一方面，越南等同样具备劳动力成本优势的亚洲国家贸易加速回暖，印度出口劳动密集型产品可能受到制约；另一方面，印度国内产业链尚未成熟，对中间产品、资本品的进口依赖短时间内难以扭转。**预计 2024 年印度实际 GDP 增速在 7.0%左右，较 2023 年下降 0.8 个百分点，全年 CPI 增速在 4.6%左右，较 2023 年下降 1.1 个百分点。**

5.越南：经济高速增长，展现较强韧性

2024 年上半年，越南实际 GDP 同比增速为 6.4%。其中，最终消费支出同比增速为 5.8%，对 GDP 增速的贡献率为 64.3%；固定资产投资同比增长 6.7%，对 GDP 增速的贡献率为 35.2%；商品和服务出口额增长 16.9%，商品和服务进口额增长 17.0%，净出口额对 GDP 增速的贡献率较小（图 9）。

图 9：越南实际 GDP 同比增速（%）



	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024H1
净出口	5.6	-1.6	1.8	2.4	0.8	0.2	1.1	0.0
投资	2.9	2.6	0.0	0.2	2.4	3.0	1.4	2.3
消费	5.2	4.9	1.5	1.1	2.2	3.6	3.2	4.1
实际GDP增速	13.7	5.9	3.3	3.7	5.3	6.7	5.7	6.4

资料来源：越南统计局，中国银行研究院

越南消费增长势头强劲，服务消费表现尤为突出。2024 年 1-7 月，越南名义消费额 3625.7 万亿越南盾（折合 1498.4 亿美元），同比增长 8.7%。商品消费额同比增长 7.4%，其中，家电日用品、食品、服装分别增长 11.1%、10.7%、9.1%。住宿和餐饮服务消费额增长 15.2%，其中旅游服务消费额增速高达 31.8%。2024 年上半年，越南劳动者平均收入增长 7.4%，推动其消费快速增长。国际游客数量大幅增长，旅游业繁荣为服务消费提供支撑。2024 年 1-7 月，国际游客数量 998.4 万，同比增长 51.0%。亚洲地区国际游客数量增长最多，同比增长 57.1%，主要来自中国、韩国、日本、柬埔寨、菲律宾和印度尼西亚等国。

在政府资金和 FDI 推动下，越南投资增长态势良好。2024 年 1-7 月，越南实际到位政府投资规模 301.5 万亿越南盾（折合 124.6 亿美元），同比增长 2.3%。其中，中央政府对交通领域投资规模最大，占中央政府总投资比重的 62.0%。二季度，中央政府对农业和农村发展、信息通讯、健康、教育四个领域投资增幅最大，同比分别增长 47.4%、23.5%、17.5%和 14.7%。2024 年 1-7 月，越南实际到位 FDI 规模 125.5 亿美元，同比增长 8.4%，增速创历史同期最高。其中，加工制造业投资规模 99.8 亿美元，占 FDI 比重的 79.5%；房地产经营领域投资

规模 11.4 亿美元，占 FDI 比重的 9.1%。

越南在全球产业链中主要承担加工制造环节，在全球电子产业周期影响下，机电设备进出口规模大幅增长。2024 年 1-7 月，越南出口额 2269.0 亿美元，同比增长 15.7%。其中，本国企业出口额 630.8 亿美元，同比增长 21.1%；外资企业出口额 1639.0 亿美元，同比增长 13.8%，占出口额比重达 72.2%。商品结构方面，加工制造业产品出口额 1999.4 亿美元，占出口额比重的 88.1%。其中，计算机及零部件、手机及零部件、机械设备及零部件、纺织服装、鞋靴出口额居前五位，均超过 120 亿美元，分别同比增长为 30.0%、12.3%、19.0%、4.2%和 10.1%。进口额 2129.0 美元，同比增长 18.5%。其中，本国企业进口额 780 亿美元，同比增长 21.5%；外资企业进口额 1349.0 亿美元，同比增长 16.9%。商品结构方面，计算机及零部件、机械设备及零部件进口额远超其他产品，分别为 588.2 亿美元、264.0 亿美元，同比增速分别为 28.1%、14.6%，占进口额比重分别为 27.6%、12.4%。国别方面，美欧发达国家是主要出口目的地，中国是第一大进口来源国。对美国、欧盟贸易顺差分别为 575.0 亿美元和 201.0 亿美元，同比分别增长 27.6%和 19.4%。对中国、韩国、东盟国家贸易逆差分别为 458.0 亿美元、177.0 亿美元、55 亿美元，同比分别增长 65.4%、15.7%、21.0%。

供给端，制造业和建筑业增长表现突出。2024 年上半年，农林渔业、制造业和服务业增加值同比分别增长 3.4%、8.7%和 6.6%。外部需求旺盛带动制造业走强，多个制造业实现大幅增长。2024 上半年，工业生产指数同比增长 8.5%，其中，橡胶塑料业、家具制造业、化工业、电气设备业、纺织业、金属业、木材业、媒体印刷业、医药用品业等 9 个行业的工业生产指数分别同比增长 29%、19.8%、18.5%、17.8%、12.6%、12.6%、12.3%、11.0%、10.9%。此外，电力供应行业同比增长 13.0%。在外资企业投资建厂、越南政府增加交通基建和保障性住房领域投资的带动下[1]，越南建筑业同比增长 7.3%，创 2020-2024 年同期最

[1] 2024 年 2 月，越南通过新的《2030-2045 年建筑业发展战略》，重点发展城市基础设施以及住房市场，具体目标包括：

高增速。同期，房地产行业同比增长 2.5%。

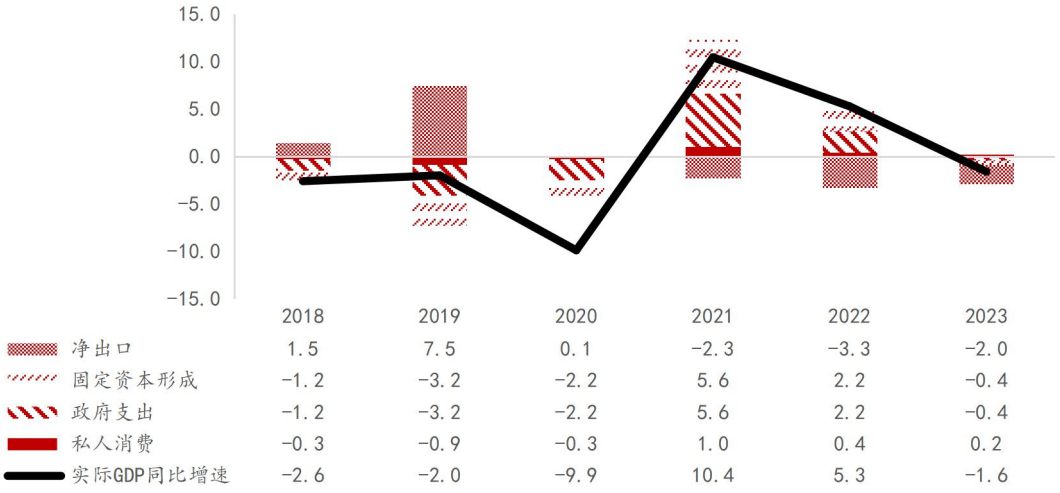
展望四季度，越南出口贸易和服务消费前景较好，将带动制造业保持增长。外部需求改善，国际资本持续投资越南，利好其制造业出口。全球电子行业仍处于上行周期。世界半导体贸易统计局（WSTS）预计 2024 年全球半导体市场规模增长 16.0%至 6112.3 亿美元，2025 年增长 12.5%至 6873.8 亿美元。加工制造业是越南新增 FDI 项目最多领域，特别是半导体、电子产品和新能源行业。外资企业是越南制造业生产和出口重要组成部分，随着新增 FDI 投资资金逐步到位，其全球生产供应能力将进一步提升。企业投资扩张也将带动建筑业增长。2024 年 7 月初，最低时薪标准平均上调 6%的方案正式实施，为四季度消费增长提供收入基础。2024 年三季度，越南平稳实现政权更迭。新任越共中央总书记苏林将延续前期内政外交策略，继续大力“反腐”，积极改善营商环境，继续奉行独立自主外交政策，越南发展有利因素增多。**预计 2024 年越南实际 GDP 增速为 6.0%，较 2023 年提高 0.9 个百分点。**

6.阿根廷：经济逐步企稳，全面复苏仍面临挑战

2023 年，阿根廷面临经济负增长与恶性通货膨胀双重压力，全年实际 GDP 增速为-1.6%，较 2022 年下降 6.9 个百分点；累计通胀率为 211.4%，是 1990 年以来最高值。2023 年 12 月，新总统米莱就任，推出一系列激进政策，政策效果引发广泛关注。2024 年一季度，阿根廷实际 GDP 增速同比下降 5.1%，私人消费、政府支出、资本形成和净出口同比分别减少 5.7%、4.6%、19.9%和 107.3%，占 GDP 比重分别为 73.1%、14.0%、17.9%和 0.7%。

2030 年城市住房率提高一倍、为低收入群体建造 100 万套住房等。

图 10：阿根廷实际 GDP 增速及主要分项（%）



	2018	2019	2020	2021	2022	2023
净出口	1.5	7.5	0.1	-2.3	-3.3	-2.0
固定资本形成	-1.2	-3.2	-2.2	5.6	2.2	-0.4
政府支出	-1.2	-3.2	-2.2	5.6	2.2	-0.4
私人消费	-0.3	-0.9	-0.3	1.0	0.4	0.2
实际GDP同比增速	-2.6	-2.0	-9.9	10.4	5.3	-1.6

资料来源：Wind，中国银行研究院

2024 年三季度以来，阿根廷经济呈企稳迹象。通胀下行带动私人消费降幅放缓。米莱政府控制通胀政策效果逐步显现，阿根廷 CPI 同比增速自 5 月起连续四个月回落，8 月降至 236.7%，是 2024 年以来的最低值。通胀下行带动消费者信心回暖，7 月、8 月私人消费信心指数分别达到 39.1 和 41.5，高于上半年 36.8 的平均水平。**财政支出持续缩减。**米莱政府通过裁员、削减养老金支出、减少公共工程和社会项目资金等手段大幅压缩公共开支，政府支出同比增速自 1 月起始终为负，7 月降至-16.1%。**投资降幅小幅收窄。**三季度，经济活动初步稳定的迹象带动阿根廷投资降幅有所收窄，国内投资同比降幅由 6 月的-27.5%收窄至 7 月的-11.2%。其中，机械设备投资同比下降 5.0%，建筑业投资同比下降 16.3%，均低于上半年平均水平。**出口增长带动净出口改善。**三季度，阿根廷对外贸易表现转好，7 月出口同比增长 19.2%，原油、大豆粉和豆粕、生物柴油等产品的出口是主要推动力。中间产品和燃料进口减少导致阿根廷 7 月份进口同比下降 16.5%，贸易顺差达 15.8 亿美元。2024 年 1-7 月，阿根廷共实现贸易顺差 122.6 亿美元。

展望四季度，阿根廷经济全面复苏仍面临一些挑战。一是政府支出持续收

紧。8 月，米莱总统首次行使总统否决权，否决了国会提出的养老金增加议案。9 月，米莱政府计划提交以“零赤字”为核心的新预算法案。紧缩性财政政策预期得到延续，财政支出持续处于收紧状态。**二是通胀稳步下行叠加劳工改革有望带动私人消费回暖。**8 月，阿根廷中央银行市场预期调查预测 2024 年阿根廷累计通胀率为 122.9%，较 7 月预测值进一步下降 4.75 个百分点。为促进劳工制度现代化和私营企业正规就业，米莱政府积极推动劳工改革。通胀稳步下行叠加就业改善的预期有望带动私人消费信心进一步回暖。**三是吸引投资成为政策新重点，但政策效果有待观察。**阿根廷政策利率由 2023 年 11 月的 133%降至 2024 年 5 月的 40%并延续至 9 月初，持续宽松的货币政策立场有利于刺激私人投资。8 月，米莱政府颁布大型项目投资激励制度，拟为旅游、基础设施、重要公共服务、采矿、科技、钢铁、能源、石油和天然气等领域超过 2 亿美元的大型投资项目提供税收减免等长期优惠政策，以吸引投资。尽管推出鼓励投资相关政策，但阿根廷面临国内工业体系不完善、经济多元化程度较低、经济复苏态势尚不明朗等不利因素。另外，米莱政府外交政策向美国靠拢[1]，地缘政治因素对外资进入阿根廷的决策影响明显加大。**四是贸易顺差有望延续，对经济产生支撑作用。**农产品和资源产品是阿根廷出口的主要类别，全球能源资源大宗商品价格回升态势将为其出口提供支撑。同时，米莱政府自 8 月起陆续公布一系列旨在简化外贸流程的政策，有望推动出口规模增长。但受国内需求市场复苏态势的制约，阿根廷进口增速可能弱于出口增速，贸易顺差预期将在四季度得到延续。**预计 2024 年阿根廷实际 GDP 增速在-3.5%左右，较 2023 年下降 1.9 个百分点，全年 CPI 同比增速在 224.5%左右，较 2023 年提高 13.1 个百分点。**

[1] 例如 2024 年 1 月，阿根廷和美国签署协议加大锂矿开发合作；8 月，美国副国务卿表示将邀请阿根廷加入“矿产安全伙伴关系”。

二、国际金融回顾与展望

（一）跨境资本流动：全球直接投资表现分化，亚洲市场受到证券组合投资青睐

1.直接投资：FDI 延续分化走势，地缘政治因素影响增强

2023 年，全球直接投资流入规模 1.3 万亿美元，增速为-2%。根据相关媒体报道，2024 年上半年，全球已公布跨境直接投资规模 6350 亿美元，可再生能源、半导体和通讯行业是跨境投资流入主要领域[1]。2024 年二季度以来，伴随着全球贸易活动回暖，部分经济体跨境直接投资表现向好。2024 年上半年，流入美国 FDI 规模为 1444 亿美元，同比下降 11.2 %，但季度增速由一季度的同比下降 39.2%转为二季度的增长 33.8%，主要流向交通设备等制造业领域，英国、荷兰、加拿大、德国是主要资金来源国；流入欧元区 FDI 为 174.2 亿欧元，较 2023 年同期的-407.3 亿欧元明显改善；流入墨西哥 FDI 规模 311 亿美元，同比增长 7%，交通设备、饮料、烟草、化工、电脑设备等制造业是资金流入主要领域，美国、德国和日本为主要投资国；流入印尼的 FDI 规模为 269 亿美元，延续良好增长态势，金属、交通、通讯以及采掘业是主要流入行业，新加坡、中国以及美国是资金主要来源地；流入菲律宾 FDI 规模 44.4 亿美元，同比增长 7.9%，其中 77%流入制造业、10%流入房地产行业，英国、日本和美国是主要资金来源国；流入土耳其 FDI 为 46.9 亿美元，主要流向服务业和制造业，欧盟是土耳其 FDI 资金的主要来源，6 月土耳其 FDI 流入同比增速高达 94.9%。2024 年 4-6 月，流入印度 FDI 规模为 69 亿美元，同比增长 46%，主要流入制造业、金融业和通讯行业。2023 年 8 月至 2024 年 7 月，流入巴西 FDI 规模达 718 亿美元，较 2023 年全年流入规模提高 76 亿美元，增幅达 11.8%。2024 年 1-7 月，流入越南 FDI 规模为 125.5 亿美元，同比增长 8.4%，增速创历史同期最高。其中，加工制造业投资规模 99.8 亿美元，占 FDI 比重的 79.5%；房地产经营领域

[1] 根据《印度时报》披露数据。

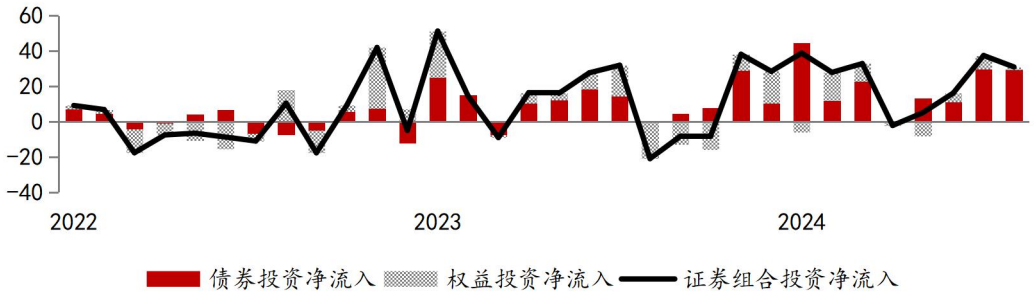
投资规模 11.4 亿美元，占 FDI 比重的 9.1%。与上述地区呈现反差，2024 年 1-8 月，流入中国 FDI 为 818 亿美元，同比下降 31.5%。

2024 年四季度，在全球经济复苏基础尚需夯实的背景下，跨境资金避险情绪依然浓厚，FDI 流入大概率将延续分化态势。亚太主要制造业生产国 FDI 流入将有所增加，交通运输设备、半导体、电子设备、饮料和食品等领域将成为投资重点。地缘关系成为影响 FDI 流速和流向的关键要素，部分国家面临 FDI 持续流出压力，正逐步由 FDI 流入国变为流出国。“中国+1”政策对中国 FDI 流入造成的压力凸显。预计 2024 年全球 FDI 流入规模将与 2023 年持平。

2.证券组合投资：全球投资者风险偏好回升，亚洲等新兴市场跨境资本回流

随着主要发达经济体货币政策逐步转向宽松周期，跨境证券组合投资规模回升。从流向看，国际资金流入美国趋势放缓，2024 年上半年美国国际资本净流入 3254.7 亿美元，同比减少 0.4%，环比萎缩 34.5%。欧元区继续面临资本流出压力，2024 年上半年证券组合投资净流出 814.9 亿欧元。日本证券组合投资剧烈波动，由一季度净流出 3.89 万亿日元转为二季度净流入 3.41 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 8 个月新兴市场证券组合投资净流入 1864.8 亿美元，同比回升 46.4%（图 11），跨境金融投资情绪显著回暖。

图 11：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

2024 年四季度，随着美联储启动降息以及全球货币政策更大范围步入宽松周期，证券组合投资将呈现新变化。在规模上，全球利率中枢下移，有助于提振资产价格表现，证券组合投资流量有望增长。在投资标的方面，四季度主要央行降息幅度与美国大选成为新增变量，风险偏好与避险情绪相互交织，债券与权益投资偏好在不同国家和地区可能阶段性切换。例如，美国 2024 年上半年私人证券投资净流入规模约为官方部门的 5 倍，随着美联储转向降息，私人部门股票投资将出现较大波动；对于新兴市场，国际资本更加偏好债券投资，2024 年连续 8 个月保持净流入态势，约占证券组合投资净流入总额的 87.1%。在流向方面，美国证券组合投资净流入将有所放缓，欧元区依然面临资本净流出压力，日本证券组合投资特别是股票投资可能面临较大波动，新兴市场资本流入表现将有所分化。2024 年前 8 个月，亚洲新兴市场总体证券组合投资净流入 1011.2 亿美元，同比增长 53.2%，约占新兴市场净流入资本总额的 54.9%，但泰国、越南、巴基斯坦等国家面临资本净流出压力；拉美、中东和北非市场证券组合投资逐步回流，但在地缘政治风险下欧洲新兴市场投资信心与资本回流依然面临考验。

（二）货币市场：全球货币市场波动加剧，主要经济体利率水平走低

2024 年三季度，全球货币市场波动有所加剧。多国央行下调货币政策利率。美联储于 9 月 18 日下调政策利率 50 基点，美元 SOFR 利率维持于 5.38%；欧央行再度降息，下调存款利率 25 基点、下调再融资和边际借贷利率 60 个基点，欧元 ESTR 利率走低至 3.66%；日本央行于 7 月再度加息 10 基点，TONAR 利率持稳于 0.23%。美元流动性水平整体平稳，曾于 8 月初有所收紧后恢复均衡。展望 2024 年四季度，全球货币市场主要呈现以下特征。

1.欧美货币市场利率走低、下降幅度有所分化，日元利率或将小幅上行

美联储正式启动降息周期后，在四季度大概率仍将有降息操作，根据联邦

期货交易隐含利率，美联储在 2024 年四季度仍有降息空间。美元 SOFR 利率或将跟随政策利率走低。欧央行、英国央行降息幅度或小于美联储，欧元 ESTR、英镑 SONIA 等利率将有所下行。此外，日本央行官员措辞偏鹰派，四季度存在再度加息的概率，日元 TONAR 利率料将小幅上行。

2.全球货币市场流动性呈分化态势，警惕全球资金流动性引起的风险事件

短期内，美元流动性当前紧平衡格局或仍将维持。因美联储未调整缩表政策，美联储隔夜逆回购余额已达临界水平，未来料将维持低位震荡，准备金账户规模或将温和走低。警惕大选、地缘政治等超预期事件对货币市场的冲击。例如，市场对美联储降息预期的改变曾令美国金融系统流动性于 8 月 2 日当周减少 1200 亿美元，进一步加剧了全球金融市场的动荡（“黑色星期一”）。

中期看，套息交易等全球资金流动或出现边际改变。如果欧美主要央行转向货币政策宽松，未来缩表节奏将趋于放缓甚至停止，对应流动性供给将有序增加。与此相对，日本央行为控制通胀缩减购债规模，日元流动性边际收紧，国际间货币流动或出现转向，货币市场交易仍将保持活跃态势。

专栏 3：美国金融危机监测分析

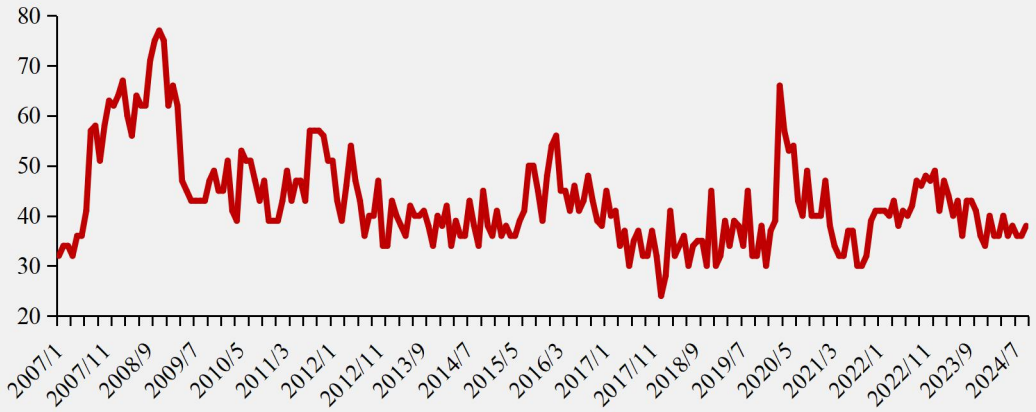
美国金融危机风险指标显示，美国金融市场整体风险略有下降。2024 年三季度，美国金融危机风险指标（ROFCI）月度平均值从二季度的 38 下降到 36.66，处于安全区域，且低于历史水平 43 和 2023 年平均值 41.4，系统性风险较低，但未来仍有许多值得关注的风险及脆弱性。

2024 年三季度，美国金融市场整体维持相对稳定，风险因素相对温和。美国通胀预期下降，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有所下降。同时，美联储减缓量化紧缩 QT 计划以及市场关于美联储开启降息周期的预期上升进一步增强了市场信心，使宏观经济风险、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来看，股票市场波动性风险维持在历史水平以下，显示投资者信心稳定，银行和非银行金融机构货币市场的风险在安全区域内小幅波动，短期融资市场保持稳定，市场流动性压力有限，但 SOFR 在联邦基金利率目标区间内上升到略高于联邦基金利率，显示回购市场流动性压力有所上升。银行存款流失状态并未涉及银行业整体，银行业存款与总资产的比值稳定维持在安全区域，银行业以违约距离表示的系统性风险在不稳定区域内略有恶化。银行股票市场波动性仍较大，但与二季度相比有所回升，投资者对银行业绩的信心改善。公司债券的信用风险利差维持在安全区域但有上升趋势。公司信贷的信用风险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在安全区域内小幅上升。货币政策执行效果稳定，宏观经济指标显示出持续增长趋势。

美国金融市场的整体稳定性状态可能在四季度予以延续，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较大。银行固定利率资产的公允价值损失较大，特别是集中从事商业房地产贷款的银行压力较大。部分银行持续面临融资压力，特别是那些未投保存款占比高，资产公允价值下降快以及商业房地产风险敞口较大的银行。美联储开启降息周期可能缓解银行信用风险，提升其净息差收益，并降低其固定利率资产投资损失。货币市场依然存在结构性脆弱性。

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：全球外汇市场步入转折期，原有套息交易局部逆转

2024 年三季度，全球外汇市场迎来拐点。随着美联储降息预期增强并落地，美元指数波动回落。截至 9 月 18 日，美元指数为 100.94，较 6 月末下行 4.63%，全球超过 67%货币兑美元汇率摆脱贬值压力。欧元、英镑、瑞士法郎、加元、澳元兑美元汇率分别回升 3.79%、4.50%、6.22%、0.54%和 1.41%。美元兑日元汇率剧烈震荡，由 7 月初触及 161 历史高位，随后探底逼近 140 水平。新兴市场货币贬值压力普遍有所缓解，特别是马来西亚林吉特、泰铢、印尼卢比、菲律宾比索等亚洲货币汇率升值幅度居前，分别为 11.17%、10.33%、6.75%和 5.17%（图 12）。展望 2024 年四季度，全球外汇市场主要呈现以下特征。

1.美元指数波动回落，但关键点位受到诸多因素支撑

2024 年四季度，随着美联储步入货币政策宽松周期，市场对于降息路径日益清晰，美元指数将有所回落。但是，美元指数不会“失速”下行，将在 100 关键点位获得支撑。一方面，受通胀粘性制约，美欧等主要央行陆续降息，但

利差水平仍较为稳定。另一方面，受欧洲经济与货币低迷、地缘政治风险下市场避险情绪上升、“特朗普交易”等因素影响，美元指数短期内将呈现震荡回落态势。

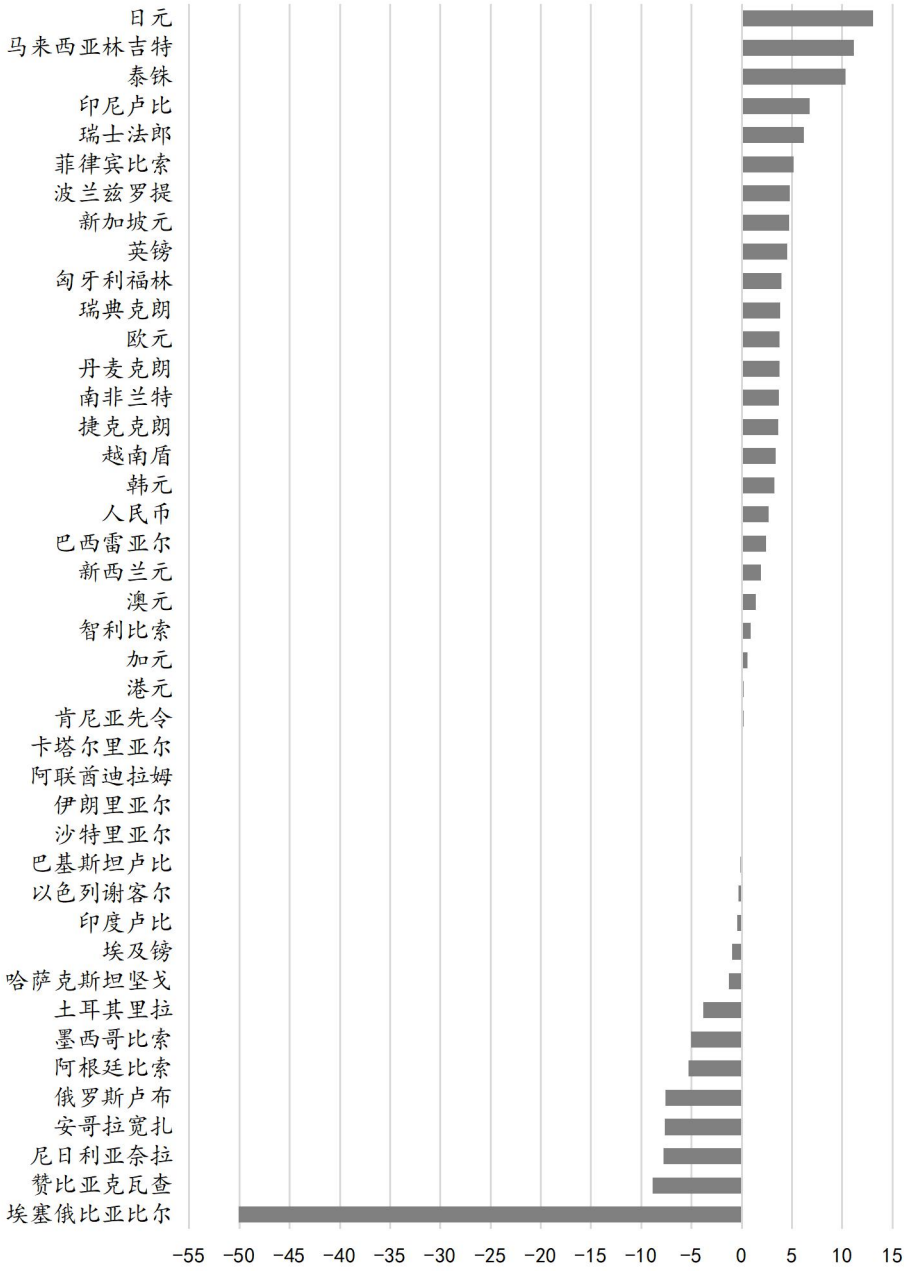
2.亚洲货币迎来“大反攻”，日元套息交易格局逐步逆转

在美元指数回落背景下，大部分新兴市场货币汇率波动回升，部分经济复苏良好、基准利率较高国家的货币将呈升值态势。亚洲经济活动总体走强，货币经历此前暴跌后迎来反弹，四季度汇率将保持相对坚挺。特别是日元汇率迎来拐点，随着美日利差收窄，原有套息交易格局将在未来半年进一步逆转。拉美地区经济增速放缓，非洲经济表现弱于预期，埃塞俄比亚、尼日利亚、阿根廷、墨西哥等新兴市场货币难言起色，兑美元汇率将处于相对低位。

3.外汇市场波动率上升，全球衍生品交易延续增长趋势

随着全球基准利率在分化中调整，外汇市场波动加剧。截至 9 月 18 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 8.54 和 7.53，较 6 月末上升 14.3%和 2.2%。预计 2024 年四季度市场主体汇率与流动性风险管理需求将进一步增加，对冲基金、私募股权基金、自营交易公司等其他金融机构以及非金融客户可能频繁调整持仓，掉期、远期等外汇衍生品交易量将显著扩张。

图 12：主要货币兑美元汇率较 2024 年 6 月末变动（%）



注：数据截至 2024 年 9 月 18 日

资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

专栏 4：日元套息交易结束了吗？

套息交易是利用不同国家之间的利率差异来获利的一项重要金融策略。通常，投资者借入低息货币，投资于高息货币资产以赚取收益，其核心环节包括拆借资金、换汇和资产配置。套息交易依赖三项条件：一是货币之间较高且稳定的利差，以获取可观投资收益。二是汇率波动维持低位，否则汇兑

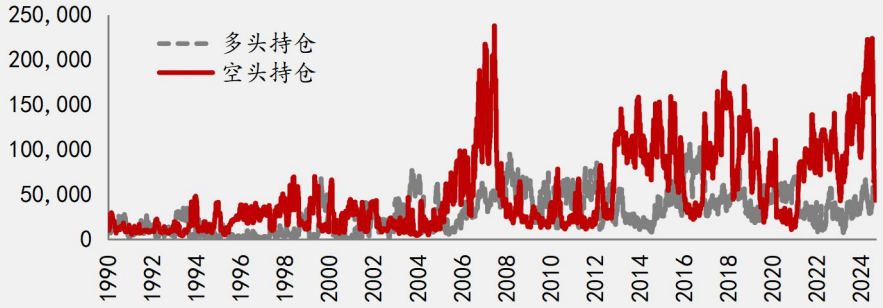
成本将显著上升。三是资本账户完全开放，保证资金快速自由流动。

长期以来，日元是全球套息交易的主要币种之一。20 世纪 90 年代开始，日本长期实施宽松货币政策，利率水平维持低位，甚至处于负值区间，以刺激经济增长与通胀回升，这使得日元成为极具吸引力的国际融资货币。特别是在日本与其他国家货币政策周期分化阶段，利差走阔、汇率趋降，日元套利交易规模急剧扩张。2022 年以来，美联储启动激进加息操作，美日 10 年期国债利差一度扩大至 4.13%，日元兑美元汇率加速贬值并一度突破 160 关口，日元套息交易盛行，总规模可能达到历史高位。然而，2024 年下半年随着美联储降息预期升温，日本结束负利率并“意外”加息，美日利差收窄，日元汇率大幅升值，日元套息交易开始逆转，但总体进程尚未完全结束。套息交易难以直接客观统计，但可以基于以下几个方面评估其大致进程。

从利差水平来看，外国证券收益率依然具有吸引力。未来一段时期，日本央行继续大幅加息的概率较低，美联储点阵图显示年内还有 50 个基点降息空间。截至 9 月 18 日，美日 10 年期国债收益率从 3.8%的年内高位降至 2.8%，仍处于较高水平。

从外汇交易高频数据来看，2024 年 7 月以来 CME 日元兑美元期货非商业空头持仓随着日元汇率贬值而快速回落至 9 月 10 日当周的 4.3 万张，萎缩幅度达 73%，甚至转为净多头状态。但是，其相较于套息交易逆转与日元汇率升值周期的历史平均水平仍存在一定差距。

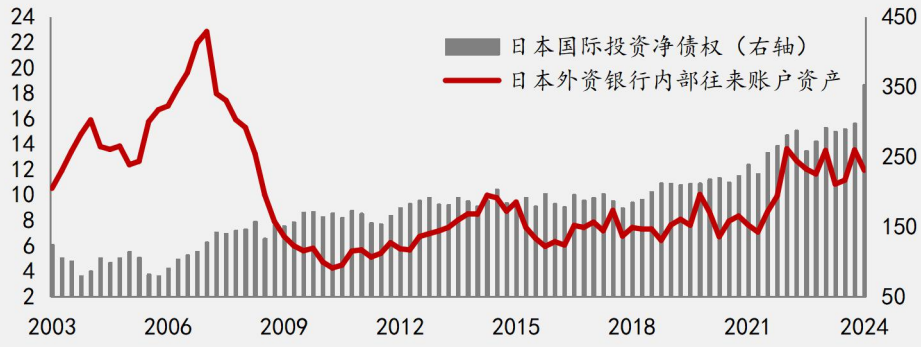
图：CME 日元兑美元期货非商业多头与空持仓数量（张）



资料来源：CFTC，中国银行研究院

从银行业跨境活动与投资者资产配置来看，截至 2024 年 3 月银行业对日本境外日元贷款达 41.06 万亿日元，较 2021 年末增长 55.9%。截至 2024 年 7 月末，日本外资银行内部往来账户资产规模为 12 万亿美元，仍处于 2008 年以来相对高位。2024 年上半年，日本国际投资净头寸达 353 万亿日元，较 2021 年同期增长 47.8%，处于有统计以来最高水平。这些指标作为衡量套息交易的低频数据，通常滞后于利差水平变化，并且银行业经营与机构投资者会逐步调整资产配置，不会激进平仓或退出相关业务。由此，日元套息交易逆转尚未完全结束，作为跨境资金活动的组成部分，仍将对流动性潮汐与金融资产价格产生重要影响。

图：日本外资银行内部往来账户资产与国际投资净债权变化（万亿日元）

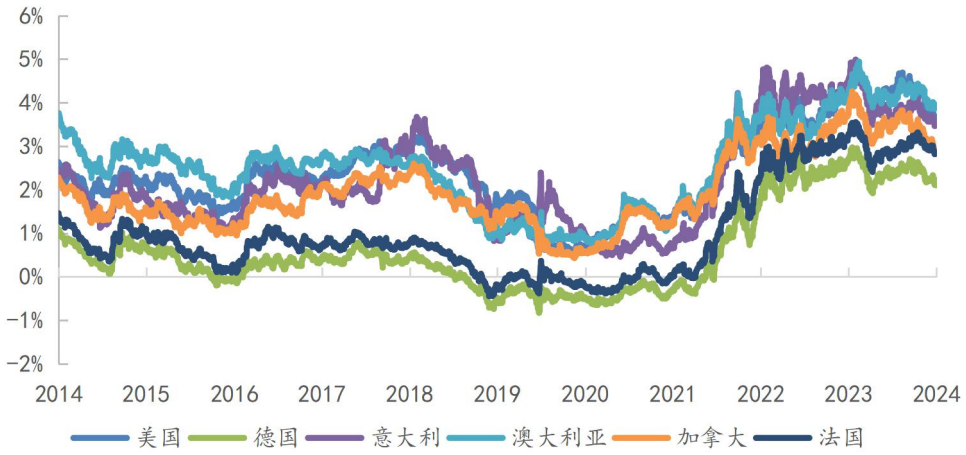


资料来源：Wind，中国银行研究院

（四）债券市场：全球收益率显著回调，美债供给压力长期仍存

2024 年三季度，受经济转弱和货币政策宽松主导，除日本之外的主要经济体国债收益率显著下行。美国经济基本面出现阶段性调整，劳动力市场走弱，衰退担忧有所升温；欧洲经济状况整体偏弱，虽然服务业需求受巴黎奥运会推动，但制造业持续疲弱。日本经济动能修复、通胀上行和货币政策转向对收益率构成支撑。展望 2024 年四季度，全球债券市场主要呈现以下特征。

图 13：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

1.美债发行短期内不会大幅增加，但长期供给压力仍存

在供给侧，短期美国息票国债发行规模或不会大幅增加，但从长期来看，无论未来的总统来自哪个党派，美国政府都面临人口年龄上涨和高利息支出所带来的更高成本，预计未来几年美国赤字规模和财政部账户余额均维持高位，市场可能面临长期的供给压力。在需求侧，鲍威尔表示不会因降息而停止缩表，缩表结束时点料将位于今年底或明年初，投资者吸收国债发行的压力边际降低，短期内美债供需有所平衡。与此同时，美债投资者结构的改变将加大收益率的波动，不仅在于去美元化背景下海外主权投资者对美国国债的减持，还在于美国国内私人部门成为增持主力且转向对价格更敏感的投资者类型。

2.货币宽松周期开启，美债 2 年与 10 年期利差有望提升

第三季度美国国债收益率已自高位显著下行，9 月 18 日 FOMC 会议确定降息，但也发出“50 个基点不应被视为新的步伐”的指引，使国债收益率未能守住前期下行幅度而有所回调。未来美国若进入连续降息周期，美债收益率曲线整体仍然承压。短端收益率主受政策利率影响下行幅度相对更大，而美国大选、地缘政治等因素对中长端收益率构成扰动，市场对期限溢价的要求将逐步提高。这将进一步提升国债 2 年至 10 年期之间的利差水平。

3.日本央行缩减购债规模冲击有限，关注政治格局长期演变

7 月底日本央行议息会议决定缩减购债规模——从 7 月的 5.7 万亿日元/月降至 2026 年一季度的 3 万亿日元/月，因调整幅度相对保守，对债券市场短期冲击和对未来供需影响程度较为有限。在内需回暖和出口增长共同推动下，当前日本经济有所复苏、通胀保持相对高位，今年政策利率仍有可能继续调整，对日元收益率构成潜在支撑。8 月 14 日现任日本首相宣布不再参选，继任者的政策主张短期虽然未必会使日元货币政策正常化进程加速，但在中长期来看，经济政策方向变化或影响日元走势并引发日元回流。

专栏 5：美国金融体系美元准备金整体充足，局部流动性承压

缩表推动美元体系流动性存量缩减，但准备金规模保持稳定且未来下行空间有限。在美联储缩表持续 27 个月后，美联储资产端所持债券总额由 2022 年 6 月 1 日的 8.48 万亿美元缩减至 2024 年 9 月 13 日的 6.69 万亿美元；美联储负债端准备金余额为 3.36 万亿，持平于缩表前水平；隔夜逆回购工具（ON RRP）余额为 2792 亿美元，较缩表前调降 1.69 万亿美元，与资产端缩减幅度大致相当，其流动性缓冲垫功能有所削弱。美国货币政策导向转为宽松后，货币市场基金撤出 ON RRP 转向投资短期国债，加速 ON RRP 余额缩减。

需求曲线斜率显示当前准备金水平仍充足，若干准备金充足性指标显示流动性无虞。美联储准备金需求曲线斜率越接近于 0，则准备金变动对货币市场利率的影响越小，流动性宽松度越高。纽约联储估算 2010 年 1 月至 2024 年 7 月美元准备金需求情况显示，当前需求曲线斜率保持在 0 附近，95%和 68%置信区间也较前期明显缩窄。根据历史情况，当准备金需求压力越大（需求曲线越陡），银行推迟付款份额越高，银行日内透支金额越大，本土银行借入联邦基金规模越大，GCF 交易（General Collateral Finance）中利率高于准备金利率的份额越高。而当前四个指标均处于相对低位，与准备金需求曲线斜率近 0 的情况互为印证。

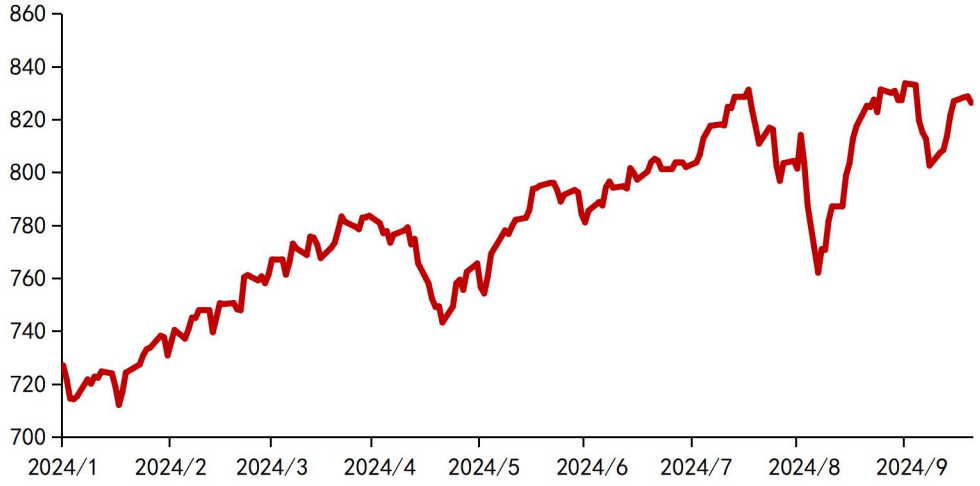
中小银行、非银的流动性薄弱点易暴露，需警惕局部流动性压力上升。从价格指标来看，SOFR

在季月末时点的跳涨现象依旧存在，且与准备金利率之差的上行压力有所增大。从流动性支持工具的使用情况来看，纽约联储回购操作频次和规模（包含常备回购便利 SRF，为释放流动性的操作）有所扩大，贴现窗口中的二级信贷（不同于一级信贷只对资本足够充足存款类机构开放，二级信贷适用于不能使用一级信贷、实力相对较弱的银行）在 2024 年上半年美国共和银行倒闭引发市场压力增大期间出现了少见的融出。后续潜在风险依然值得市场关注。与此同时，美联储近期对贴现窗口改革优化、已有的 SRF 等预防性措施或将有助于预防流动性危机的发生。

（五）股票市场：全球股市震荡加剧，轮动周期逐步显现

2024 年三季度，全球股市震荡加剧，尤其是 8 月初日本央行意外加息，美联储失业率快速攀升触发“萨姆定律”的衰退条件，全球股市迎来“黑色星期一”，回吐自 6 月以来全部涨幅，随后大幅反弹并升至年内最高水平（图 14）。此次市场波动开启了欧美日股市高位大幅震荡的序幕，结束了之前几乎是单边上涨的走势。从全球股市区域表现来看，发达市场领涨，发达市场 MSCI 指数区间涨幅为 3.4%，新兴市场 MSCI 指数微涨 0.1%。美股整体维持高位震荡，道琼斯工业指数、标普 500 区间涨幅分别为 6.1%和 2.9%，纳斯达克指数微跌 0.9%；欧洲股市涨跌互现，德国 DAX、英国富时 100 小幅上涨，法国 CAC40 有所下跌；亚洲股市整体下跌，印度 SENSEX30 指数表现亮眼（表 7）。展望 2024 年四季度，全球股市主要呈现以下特征。

图 14：全球 MSCI 指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

表 7：全球主要股指概览

	主要股指	区间涨跌幅（%）	市盈率PE（倍）	收盘价（元）
亚洲	印度SENSEX30	5.0	22.2	82948.2
	恒生指数	-0.3	8.7	17660.0
	日经225	-8.1	16.0	36380.2
	韩国综合指数	-7.9		2575.4
	上证指数	-8.4	12.1	2717.3
	深证成指	-9.7	18.3	7992.3
美国	道琼斯工业指数	6.1	30.5	41503.1
	纳斯达克指数	-0.9	45.1	17573.3
	标普500	2.9	28.1	5618.3
欧洲	英国富时100	1.1	16.4	8253.7
	法国CAC40	-0.5		7444.9
	德国DAX	2.6		18711.5
其他	巴西IBOVESPA指数	7.9		133747.7
	澳洲标普200	4.8		8142.1

注：三季度涨跌幅区间为 2024 年 7 月 1 日至 2024 年 9 月 18 日，收盘价和市盈率为 2024 年 9 月 18 日

资料来源：Wind，中国银行研究院

1.降息周期下全球股市受到提振，跨区域配置重要性增加

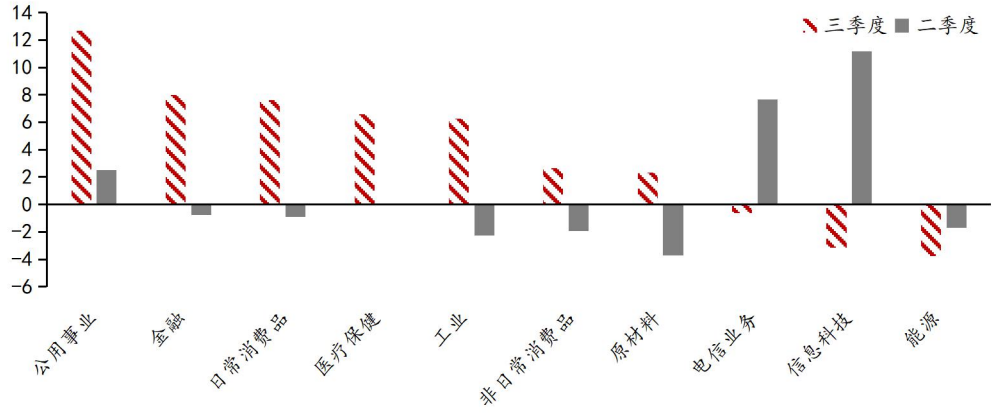
主要经济体无风险利率叠加风险溢价下行，共同提振股市表现。全球股市区域分化显著，跨区域配置重要性增加。展望 2024 年四季度，支撑美股增长的两个主要驱动力是美联储降息预期与人工智能，短期内其仍将保持高位震荡，长期上行空间有限。日本股市受企业结构性改革支撑，但日本央行加息预期以及日元汇率波动增加，未来或进入震荡区间。欧洲股市受益于欧央行降息，但欧洲经济疲软、中东地缘政治紧张局势以及欧洲对能源价格波动较为敏感，可能限制欧洲股市投资回报。亚太地区（除日本）经济复苏势头较好，或吸引部分投资者。

2.全球股市轮动周期启动，小盘股复苏潜力或逐步显现

科技股高估值、地缘政治紧张局势以及全球货币政策变化，推动投资者寻找新的驱动因素。信息科技、电信业务 MSCI 指数高位回落，扭转二季度强势增幅，截至 2024 年 9 月 18 日分别下跌 3.2%和 0.6%；公共事业、金融、日常消费

品、医疗保健行业 MSCI 指数增幅显著，分别增长 12.7%、8.0%、7.6%和 6.6%（图 15）。预计四季度全球股市轮动周期逐步显现，全球资金或从高估值行业向低估值行业切换，投资方向或由人工智能主题扩展到芯片和软件以外的领域，前期下跌显著的中小盘个股复苏潜力有所增加，反映了投资者对市场重新配置资产的需求。

图 15：全球 MSCI 行业指数



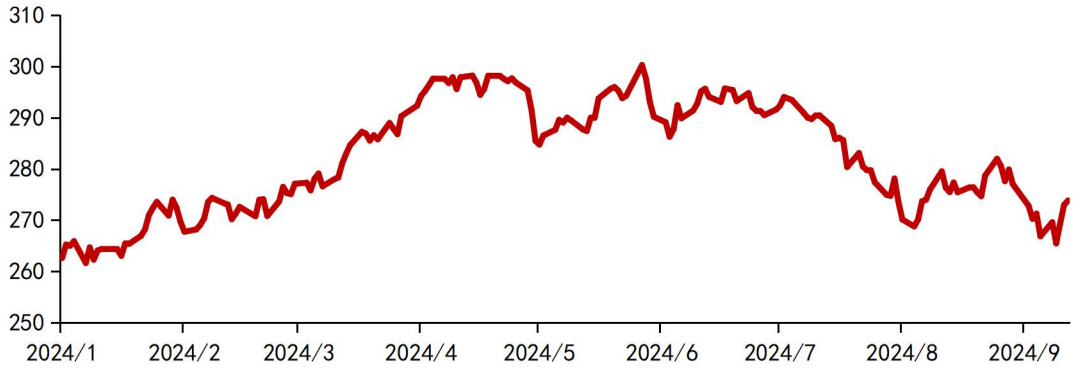
注：三季度涨跌幅区间为 2024 年 7 月 1 日至 2024 年 9 月 18 日

资料来源：Wind，中国银行研究院

（六）大宗商品市场：全球大宗商品价格走势分化，降息预期与地缘风险加剧市场波动

2024 年三季度，全球大宗商品价格步入下行通道，RJ/CRB 商品价格指数由 7 月初的 291.6 降至 8 月 5 日的 268.8，降幅达 7.8%，随后短暂小幅反弹，但仍处于年内较低水平（图 16）。不同大宗商品价格走势分化。原油价格迎来年内第二轮下行周期，且震荡加剧，回吐自 2 月来全部涨幅；铜价 8 月止跌回升，边际改善迹象有所显现；黄金价格保持韧性，仍处年内高位。展望 2024 年四季度，全球大宗商品市场主要呈现以下特征。

图 16：RJ/CRB 商品价格指数

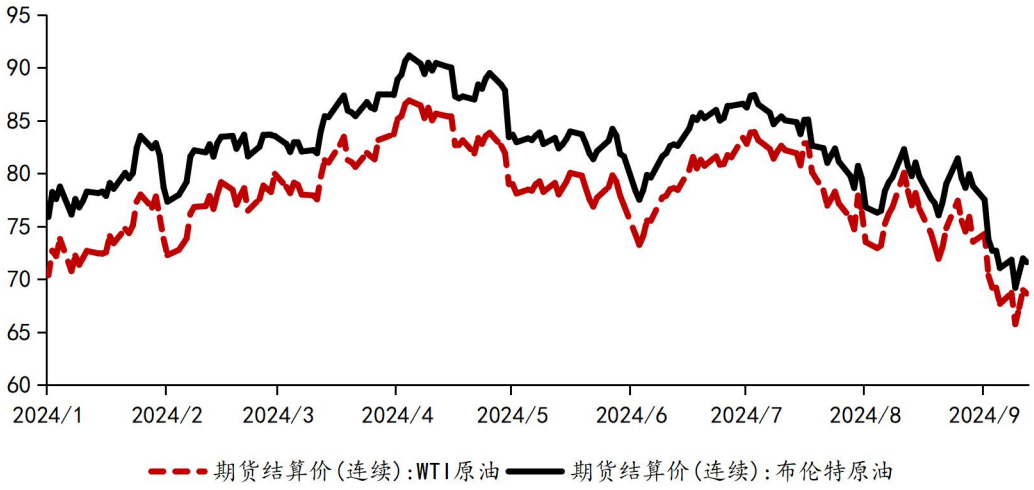


资料来源：Wind，中国银行研究院

1.原油市场基本面相对悲观，油价面临下行压力

国际原油价格持续承压，WTI 原油期货结算价、布伦特原油期货结算价分别从 7 月初的 83.4 美元/桶和 86.6 美元/桶降至 9 月 18 日的 70.9 美元/桶和 73.7 美元/桶，降幅均为 15%（图 17）。展望 2024 年四季度，从需求方面来看，原油消费因全球经济放缓、新能源冲击等因素增长乏力，季节性因素对国际原油价格的支撑有所减弱。从供给方面来看，OPEC+或在 2024 年四季度逐步取消自愿的额外减产，国际原油市场供给端压力减缓，油价面临较大下行压力。美国大选仍存不确定性，若特朗普当选美国总统，或解除美国政府对页岩油行业的限制，释放部分产能。此外，地缘政治风险依然是导致原油市场价格波动的不确定性因素。

图 17：原油期货结算价格走势（美元/桶）

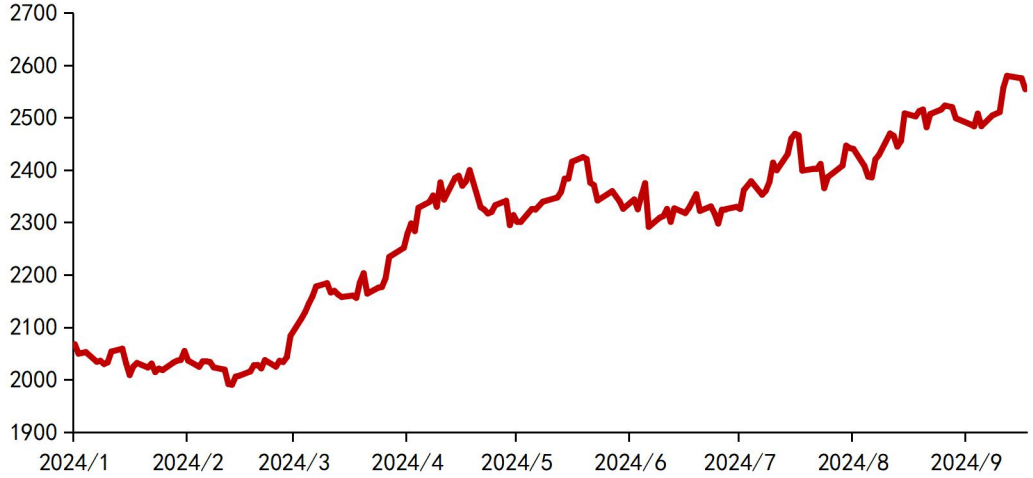


资料来源：Wind，中国银行研究院

2.黄金价格保持强势，维持高位震荡调整

全球央行普遍放宽货币政策，利率下行为无息资产的黄金提供强有力支撑，尤其是在通胀压力回落、经济增长放缓的背景下。地缘政治风险依然是支撑黄金价格盘踞高位的重要因素，俄乌冲突和中东地区持续紧张的局势推升黄金避险需求。宽松预期与避险需求共同提振黄金价格，黄金价格连续突破多个关键阻力位。2024 年 9 月 13 日，COMEX 黄金期货收盘价已升至年内最高值 2579.7 美元/盎司，较 7 月初增长 10.7%（图 18），随后小幅下降。在全球经济不确定性增加的背景下，黄金牛市趋势尚未改变，其作为财富保值工具的地位有所巩固，未来仍将保持相对强势，维持高位震荡调整。

图 18：COMEX 黄金期货收盘价（美元/盎司）



资料来源：Wind，中国银行研究院

3.铜价底部受到支撑，未来价格震荡攀升

全球主要交易所铜期货净多持仓均有企稳回升的迹象，铜价底部受到支撑且易涨难跌。主要经济体制造业 PMI 反映出铜需求预期偏弱，但海外累库压力趋于下降，库存对铜价的压力有望减轻。中国经济稳步复苏，制造业、建筑业以及新能源等领域对铜的需求显著增加，为铜价提供坚实支撑。美联储开启降息周期，为铜价上涨提供动力。现阶段，铜价仍处于年内低位，9 月 18 日 LME 3 个月铜期货官方价攀升至 9424 美元/吨，远低于年内最高值 10925 美元/吨，未来，随着中国经济复苏步伐加快、美联储进一步降息以及市场情绪回暖，铜价有望延续震荡偏涨的走势。

三、专题研究

专题一：“全球南方”崛起及与中国深化“南南合作”路径探析

“全球南方”继承了第三世界、发展中国家、南方国家等概念，地理上与分布在北半球北部的发达国家相对应，指分布在北半球南部和南半球的发展中国家；政治上与工业化国家代表的“北方”相对应，指摆脱殖民枷锁走上独立发展道路的国家。但“全球南方”并非单纯的地理或政治概念，也不是官方政

治集团或正式国际组织，而是新兴市场国家和发展中国家基于相似历史境遇、现实发展阶段、共同发展目标和相同政治诉求而形成的身份认同。联合国南南合作金融中心将“全球南方”定义为“77 国集团与中国”。根据这一定义，“全球南方”包括 134 个国家，这些国家在 2023 年的人口总量为 67.1 亿人，全球占比高达 79.2%，涵盖了全球大多数发展中国家。

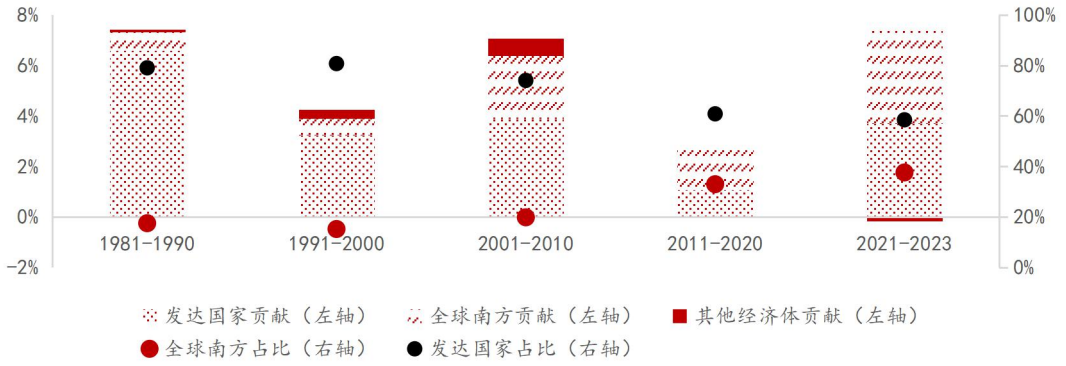
1.“全球南方”崛起

近年来，随着经济全球化和多极化进程加快，“全球南方”国际地位和影响力显著提升。

全球经济重心加速从发达经济体向“全球南方”转移。2000 年至 2023 年，全球经济总量由 34.1 万亿美元增长至 104.8 万亿美元，年均增速为 5.1%。这一时期，“全球南方”逐步成为全球经济增长的主要动力，经济总量由 5.6 万亿美元增长至 40.0 万亿美元，年均增速达到 9.2%，对这一时期全球经济增长的贡献达到 56.4%，超过发达经济体 46.6%的贡献率。2000 年至 2023 年，“全球南方”在全球经济中份额由 16.4%上升至 38.1%，而发达经济体的份额则由 79.0%下降至 58.5%。“全球南方”的生产能力显著提升，77 国集团和中国的生产能力指数（PCI）分别由 2000 年的 33.4、41.4 提高至 2022 年的 42.2 和 60.7，与发达国家的差距分别由 2000 年的 21.2 和 13.1 缩小至 16.7 和-1.8。“全球南方”成为全球贸易网络中的重要一极，2000 年至 2023 年，出口总量由 1.2 万亿美元增长至 5.8 万亿美元，在全球出口总量中的占比由 19.6%提升至 30.6%；进口总量由 1.1 万亿美元增长至 5.3 万亿美元，在全球进口总量中的占比由 16.5%提升至 26.5%。“全球南方”成为全球投资的重要参与者，2000 年至 2023 年，FDI 流入量由 1800 亿美元增长至 8500 亿美元，在全球 FDI 流入总量中的占比由 13.5%增长至 64.3%；FDI 流出量由 300 亿美元增长至 6000 亿美元，在全球 FDI 流出总量中的占比由 2.0%增长至 31.9%。“全球南方”正在逐步摆脱对发达国家技术和市场的依赖，生产能力和产业竞争力显著提升。发达国家则面临“产

业空心化”与“经济虚拟化”困境，经济增长动力不足，传统的“中心—外围”依附关系面临挑战。

图 19：“全球南方”对全球经济增长的贡献



资料来源：IMF，中国银行研究院

“全球南方”战略自主性提升。随着新兴国家群体性崛起，由发达国家垄断的国际治理体系和国际秩序日益表现出失衡性与滞后性。“全球南方”战略自主性上升，致力于推动全球治理体系由“中心—边缘”转向“平等—共治”。通过联合国、WTO 等全球治理平台，“全球南方”积极参与解决地区与全球热点问题，在国际金融体系变革、全球气候变化、粮食与能源安全等全球性问题中扮演重要角色。通过东盟、上海合作组织、非盟、拉美和加勒比共同体等区域性合作机制，“全球南方”积极争取地区事务的主动权与话语权。这些合作机制以经济合作为基础，逐步拓展至政治、安全、人文等领域，正在形成广泛的国际效应。特别是金砖合作机制，正逐渐引领“全球南方”合作态势。沙特、伊朗、埃及、阿联酋和埃塞俄比亚于 2024 年初正式加入金砖合作机制，泰国、马来西亚、印尼、土耳其等三十余个国家先后表态申请加入金砖。

2.中国与“全球南方”合作深化

作为世界上最大的发展中国家，中国是“全球南方”的天然成员，也是“南南合作”的积极倡导者和重要参与者。

深化与“全球南方”的制度化合作。双边层面，中国基于规则共商、利益共享、责任共担、制度共建以及目标共赢，有序推进与“全球南方”国家的双边伙伴关系建设，形成了一整套层次分明的纵向伙伴外交体系。以双边关系为基础，中国分层次推进与地区组织的伙伴关系建设，致力于打造“1+N”南南多边合作平台。中国与东盟的伙伴关系经历了“战略伙伴关系—全面战略伙伴关系—有意义、实质性、互利的全面战略伙伴关系”的深化；与非洲的伙伴关系经历了“新型伙伴关系—新型战略伙伴关系—全面战略合作伙伴关系—新时期全天候中非命运共同体”的转变；2014 年形成“中拉命运共同体”；2022 年形成“面向新时代的中阿命运共同体”。跨地区层面，以“高质量共建‘一带一路’”为载体，中国加速构建跨地区合作平台，完善立体化区域布局。

表 8：中国与“全球南方”国家双边伙伴关系

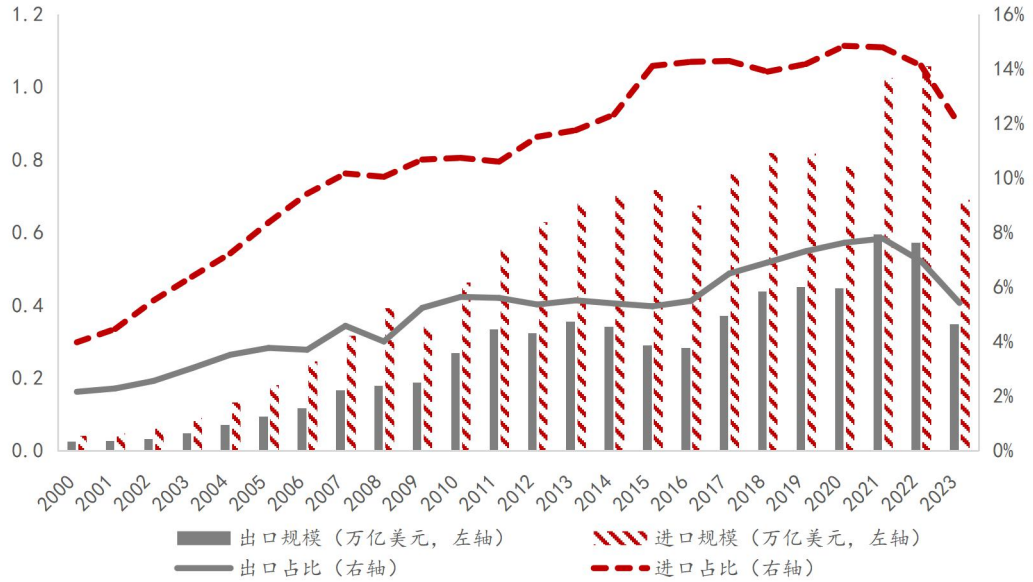
政治关系	国家
新时代全面战略合作伙伴	塔吉克斯坦
全方位战略合作伙伴	印度尼西亚
全天候战略合作伙伴	巴基斯坦
全面战略合作伙伴	安哥拉、赤道几内亚、菲律宾、刚果共和国、刚果民主共和国、加蓬、柬埔寨、津巴布韦、马尔代夫、孟加拉国、缅甸、莫桑比克、纳米比亚、塞拉利昂、塞内加尔、泰国、坦桑尼亚、越南、赞比亚、中非共和国
战略合作伙伴	阿富汗、尼泊尔、斯里兰卡、苏里南、文莱达鲁萨兰国
全面合作伙伴	特立尼达和多巴哥
全天候战略伙伴	埃塞俄比亚、委内瑞拉
全面战略伙伴	阿尔及利亚、阿根廷、阿拉伯联合酋长国、埃及、巴布亚新几内亚、巴林、巴西、东帝汶、多哥、厄瓜多尔、斐济、吉布提、卢旺达、马来西亚、蒙古、秘鲁、密克罗尼西亚联邦、南非、尼日尔、尼日利亚、萨摩亚、沙特阿拉伯、所罗门群岛、汤加、土库曼斯坦、瓦努阿图、乌拉圭、伊朗伊斯兰共和国、智利
战略伙伴	阿曼、阿塞拜疆、贝宁、多民族玻利维亚国、厄立特里亚、哥伦比亚、哥斯达黎加、几内亚比绍、加纳、卡塔尔、科威特、毛里塔尼亚、摩洛哥、南苏丹、尼加拉瓜、塞舌尔、圣多美和普林西比民主共和国、苏丹、索马里、突尼斯、叙利亚、牙买加、伊拉克、印度、约旦
全方位高质量的前瞻性伙伴	新加坡
大使级外交关系	布基纳法索、多米尼加共和国、冈比亚、格林纳达、洪都拉斯、基里巴斯、利比里亚、马拉维、瑙鲁、萨尔瓦多、乍得

/	安提瓜和巴布达、巴巴多斯、巴哈马、巴拿马、伯利兹、博茨瓦纳、布隆迪、多米尼加、佛得角、圭亚那、几内亚、喀麦隆、科摩罗、科特迪瓦、肯尼亚、莱索托、老挝人民民主共和国、黎巴嫩、利比亚、马达加斯加、马里、毛里求斯、乌干达、也门、不丹、巴拉圭、海地、圣基茨和尼维斯、圣文森特和格林纳丁斯、斯威士兰、危地马拉、马绍尔群岛、圣卢西亚

资料来源：外交部，中国银行研究院

与“全球南方”的经贸联系日益密切。“全球南方”间的贸易往来日益深化，2000 年至 2023 年，“全球南方”出口总量中以“全球南方”国家为目的地的占比由 25.1%提高至 42.1%，进口总量中来自“全球南方”国家的占比由 32.1%提升至 48.8%。中国是“全球南方”的重要出口目的地和进口来源国。2000 年至 2023 年，“全球南方”出口总量中以中国为目的地的占比由 2.2%提升至 5.4%，进口总量中来自中国的占比由 4.0%提升至 11.9%。“全球南方”对中国的出口主要由资源禀赋驱动，2023 年对华出口总量中矿产品占比达到 44.0%。“全球南方”自华进口主要由国内需求驱动，2023 年自华进口中机电产品、贱金属及制品、纺织品及原料占比分别达到 34.8%、11.2%和 10.3%。

图 20：“全球南方”与中国贸易规模变化



资料来源：UN Comtrade，中国银行研究院

为“全球南方”发展提供中国智慧。围绕全球发展倡议提出的减贫、粮食

安全、抗疫和疫苗、发展筹资、气候变化和绿色发展、工业化、数字经济、互联互通等八大领域，中国不断加大全球发展合作资源投入，助力“全球南方”发展。一是创新援助方式，为“全球南方”直接提供资源。2022 年，中国成立“全球发展和南南合作基金”，提供 40 亿美元的专项资金，援助领域既有“全球南方”普遍关注的基础设施、农业发展与粮食安全等传统领域，也涵盖生态环保、教育文化等新型领域，目前已在亚非拉 50 多个发展中国家实施 130 多个项目。二是推动其他发展伙伴增加全球发展资源投入，帮助“全球南方”减轻债务负担。2020 年，中国推动二十国集团成员落实缓债倡议，缓债总额居各成员之首；2021 年，中国推动国际货币基金组织 6500 亿美元特别提款权普遍分配方案生效，促成各方就特别提款权转借方案达成共识；2021 年，中国向国际开发协会第 20 轮增资捐款，该轮增资总额达 930 亿美元。

3.推动“全球南方”共同发展

以共同谋求发展为核心。“全球南方”的核心议题是共同谋求发展。展望未来，各国应立足伙伴国的发展需求和比较优势，促进发展战略对接，强化资源、资本、技术、市场优势互补，减少经贸摩擦，同步推进经贸、金融、基建等领域合作。鼓励伙伴国利用平台机制开拓市场，提升本国优势产品竞争力，推进产业结构良性升级。推动伙伴国间贸易便利化、投资自由化，多方位打造自由贸易区、境外经贸合作区等。推广第三方市场合作价值，与其他发展中国家、发达国家构建利益共同体，实现可持续发展。

推动构建合作共赢的国际秩序。“全球南方”目前并非整体性体系，缺乏规则健全、目标明确的协调机制和行动纲领，凝聚力有待提升。以构建人类命运共同体和构建新型国际关系为抓手，中国应充分发挥引领作用，推动“全球南方”形成理念共识，共同参与全球秩序与治理架构重建。倡导主要国家树立“全球发展治理利益攸关方”概念，鼓励主要国家在处理全球和地区热点问题中充分发挥地缘政治价值，就“全球南方”普遍关心的发展治理议题增进有益

对话与合作，切实为发展中国家群体谋福利。

专题二：美国国债市场结构及其与美联储货币政策的互动

1.美国国债发行及其供需关系分析

近年来，美国国债发行处于不断上升趋势，国债市场投资者需求结构发生变化。美国财政部发行国债的原则是成本最小化，其新债发行期限结构考虑了利率走势。自 2023 年 6 月美国债务上限再次被取消以来，美国财政部大量增发了对期限溢价上升不太敏感且更具流动性的短期国债。特别是 2024 年以来，市场普遍预期美联储在年内开始降息，促使财政部更有动力增发短期国债，以使其负债对利率下降更加敏感。过去两年，美国短期国债发行总额同比增长率大幅领先中长期：2023 年短期国债发行总额同比增长率为 48.6%，中期国债为-7.4%，长期国债为-12.1%；2024 年 1-8 月，短期国债发行总额同比增长率仍达 40.3%，中期国债为 22.4%，长期国债为 0.9%。2022 年至 2024 年 8 月，短期国债发行总额在全部国债发行总额中占比从 77%上升到 85%；短期国债余额在全部国债未偿余额中占比从 15%上升到 22%，高于财政部借款咨询委员会 TBAC 建议的 15%-20%。鉴于财政部在美联储的现金账户 TGA 已恢复到常规水平 7000 亿美元以上，未来美国继续大规模发行短期国债的必要性减小。但 TBAC 指出，由于短期国债的期限溢价及平均成本更低，同时考虑到市场结构和投资者需求变化，短期国债发行总额占比在近期仍需维持在 30%-35%，随着时间推移维持 20%，可在各项因素之间提供很好的平衡。

美国财政部增发国债包括短期国债是一种融资行为，不同于美联储量化宽松，不会创造和增加货币供给量，只是改变投资者资产配置。影响短期国债是否能够

转化为资金供给的是投资者需求结构及前景。目前，美联储缩表主要是减持短期国债，短期国债占比从2022年6月的6.2%下降到2024年8月的4.9%，并可能继续下降。但银行可能增持短期国债，特别是在2023年流动性压力出现之后，银行可能进一步缩短资产久期。货币市场基金是短期国债的主要投资者。2023年以来，随着财政部增发短期国债，并由于短期国债利率高于隔夜逆回购，货币市场基金开始减持隔夜逆回购增持国债。资产管理公司和对冲基金占比虽然相对较低，但却是美联储加息以来国债市场最主要的边际需求方。特别是这些投资者对价格更加敏感，未来随着通胀下降，美联储降息，国债市场回升，其对短期国债的需求可能进一步增长。

2.美国国债市场基差交易等高杠杆交易的潜在风险分析

对冲基金投资国债的目的之一是利用现货和期货市场之间的价差从事基差套利交易。当期货价格相对于现货溢价时，对冲基金通过购买相对被低估的现货国债（建立现货多头头寸），同时卖出被高估的期货国债（建立期货空头头寸），并押注价格趋同以套利。其中，做多现货的资金一般来自回购市场并不断展期，而资产管理公司更多投资期货净多头，这使得二者成为彼此最大的交易对手方。据估算，对冲基金、资产管理公司两者净头寸为显著负相关，且相关性的拟合优度高达0.92。

对冲基金的基差交易盛行于2018-2019年，在2020年新冠疫情暴发后减少，但美联储和国际清算银行指出，有证据表明自2022年以来美国国债的杠杆对冲基金基差交易已恢复到2020年水平。自2021年11月到2024年年初，对冲基金及资产管理公司的国债期货头寸大幅增加，对冲基金从0增加到近8000亿美元

空头头寸，基差交易是驱动期货净空头头寸增加的主要因素。随着国债市场波动性增加，使得现货/期货价差变动更加频繁，基差交易更具吸引力。自 2022 年初以来，至少有 3170 亿美元国债持有与基差交易有关。同期，资产管理公司国债期货的净头寸从 1000 亿美元增加到超过 7000 亿美元，二者均恢复到接近 2019 年的峰值水平，并形成互相促进的态势。2024 年下半年，美联储降息预期进一步推动了国债期货交易。美国商品期货交易委员会 2024 年 8 月的最新数据显示，国债期货市场交易活跃，对冲基金和资产管理公司一直积极重建他们在期货合约中的头寸。

在正常市场环境下基差交易有利于提高国债期现市场流动性和定价效率，但也面临特定风险，尤其是在过度杠杆化时，其风险可能被放大。目前，对冲基金通过回购市场融资持有国债头寸所形成的杠杆率仍高达 50 倍，在回购市场动荡特别是利率上升时，交易者可能无法以可接受的利率对回购展期进行再融资。基差交易在期货市场的高杠杆率还体现在保证金要求中较低的抵押品折价率，这使交易者在国债价格下跌时可能无法满足追加保证金要求。令市场及监管者最为担忧的是高杠杆率及相关的再融资及衍生风险——一旦市场动荡特别是回购利率上升，交易商可能被迫去杠杆，并快速平仓，从而加剧价格错位和市场动荡。相应地，SOFR 等利率的变动对国债市场流动性至关重要。IMF 研究发现，少数高杠杆基金占据了国债期货的大部分空头头寸。其中，部分基金可能已对国债和回购市场具有系统重要性，脆弱性较为集中，面临的压力可能影响更广泛的金融体系。例如，2020 年 3 月新冠疫情暴发，国债及回购市场出现流动性危机，对冲基金的远期合约在追加保证金的要求下，其头寸已无利可图，在很短的时间内出售了大约 1830 亿美元国债。美联储重启“一级交易商信贷工具（PDCF）”，向

一级交易商提供贷款并接受更广泛抵押品，帮助一级交易商扩容，通过购买国债，促进恢复国债市场流动性和正常运作。虽然杠杆投资占比上升并非此次市场动荡的主要起因，但其确实增加了市场脆弱性，并加剧了动荡。

3.国债及其回购市场与美联储货币政策的影响及互动

SOFR 作为基准参考利率，提升了国债及回购市场在美联储货币政策中的作用，也影响到美联储政策框架、传导机制以及功能发挥。一方面，美联储不仅需要作为银行的最后贷款人，还需作为资本市场的最后交易对手方和贷款人，应对危机时既要稳定信用中介机构，也需要作为最后造市商稳定资本市场，特别是国债市场中介机构。另一方面，美联储能够实施一系列政策工具有效干预国债及回购市场运作，而 SOFR 的无信用风险特征决定了其波动更多受到供需关系影响，使得美联储更有可能通过回购市场投融资工具维持市场稳定。

美联储利率政策执行框架整合了银行间市场和回购及逆回购市场及其定价机制。美联储以管理利率为主的地板系统（Floor System，利率下限机制）经过不断充实完善，最终形成了当前的模式，其主要特征表现为：一是从单一的银行间市场及其利率工具，扩展到回购和逆回购市场及其利率工具，并同时干预两组市场及参与机构的日常运作，维持两个市场的供需平衡。二是采取双层地板模式，地板的下层是逆回购利率，即联邦基金利率的下限，主要是为非银行机构提供从美联储借入国债的机会；地板的上层实际上有三个：贴现窗口利率、准备金利率、常备回购利率 SRF，其不仅成为联邦基金利率的上限，而且成为回购利率的上限。因此，该框架也为回购市场利率构建了一个走廊——隔夜逆回购利率是底端，SRF 是顶端，以防止 SOFR 超出利率目标区间，并将 SOFR 利率与联邦基金利率

目标及有效利率对齐。

美联储采取以上框架并辅以其他工具，能够有效地干预银行间市场、回购及逆回购市场的运作，不仅将联邦基金利率稳定维持在目标区间，同时还维持了回购市场及基准参考利率 SOFR 的稳定。但随着美国国债不断增发，其需求增长不及供给，可能形成国债及回购市场的脆弱性和风险因素。国债市场的流动性短缺已初露端倪，表现为国债利率波动性指数 MOVE 仍处于较高水平，一级经纪商容量并未相应扩大，叠加美联储缩表导致 2024 年下半年以来 SOFR 波动上升到高于联邦基金利率，7 月至 9 月 SOFR 平均值为 5.338%，高于联邦基金利率的 5.33%，但仍维持在联邦基金利率目标区间 5.25%-5.5%之内。回购市场以及通过该市场融资的非银行金融机构融资需求压力上升。

美联储自 2024 年 5 月以来减缓了缩表幅度，将国债月度缩表上限从每月 350 亿美元降至 250 亿。根据纽约联储 2024 年 7 月对一级交易商的考察，未来两年美联储持有国债的水平仍将达 GDP 的 15%左右，继续对国债及回购市场形成支持，并可能缓解 SOFR 上升压力。此外，隔夜逆回购发挥维持市场流动性的安全阀作用，该工具吸引了大量货币市场基金投入。由于货币市场基金也是回购市场上的主要融资供给者，货币市场基金资金充足有助于缓解回购市场压力。而货币市场基金对短期国债的大量投资也缓解了银行准备金的流失。动态地看，由于短期国债在未来仍然是对货币市场基金具有吸引力的资产选择，随着短期国债增长，逆回购可能继续下降，一旦逆回购下降到低点，持续的发行国债可能更多地由银行购买，由此导致银行准备金虽维持相对高位但出现下降。

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