

# 全球经济金融展望报告

2025 年年报（总第 61 期）

报告日期：2024 年 11 月 28 日

## 要点

- 2024 年，全球经济增速低位运行。居民消费增速回落，私人投资和政府支出温和增长，制造业、服务业表现向好，通胀压力明显缓解。国际贸易回暖，财政政策延续正常化步伐，欧美货币政策步入降息周期。全球直接投资回暖，货币市场利率下行，汇率波动性显著上升，主权债务风险累积，股市震荡加剧，大宗商品价格中枢下移。
- 展望 2025 年，全球经济下行风险提高，可能呈现总需求、总供给同步回落的特征。全球通胀回落速度趋缓。保护主义成为全球贸易增长的最大风险。美联储降息步伐面临不确定性，欧洲央行有望连续降息。全球 FDI 流入延续低增速，跨境证券投资流向将发生调整。美元指数保持相对强势，全球公共债务水平趋于上升，全球股市整体趋势向好，国际油价持续承压。
- 特朗普主要政策主张及其影响、中央清算化对美债市场流动性和基准利率的影响等热点问题值得关注。

## 全球主要经济指标趋势分析

分项	2022 年占全球 GDP 份 额	2024 增速 Vs2023 增 速	综合研判
需求			
居民消费	55.4%	↓	
私人投资	28.1%	↑	↓
政府支出	16.5%	↑	
供给			
农业	4.3%	↓	
工业	27.5%	↑	↑
服务业	68.2%	↑	
经济增长——GDP 增速			持平
通货膨胀率——CPI 增速			↓

资料来源：世界银行，Wind，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：鄂志寰

廖淑萍

成员：边卫红

熊启跃

王有鑫

赵雪情

曹鸿宇

李颖婷

王宁远

初晓

章凯莉

张笑梅（全球市场部）

蔡子琼（全球市场部）

陆晓明（纽约）

联系人：曹鸿宇

电话：010-66594053

邮件：yjycaohongyu@bank-of-china.com



## 经济增长不确定性加大，货币政策进入降息周期

——中国银行全球经济金融展望报告（2025年）

2024年，全球经济延续疫情后的弱复苏态势。居民消费增速回落，私人投资和政府支出温和增长，总需求增速下滑；制造业、服务业表现向好，总供给逐步改善。全球经济增速低位运行，通胀压力明显缓解。美国经济增长动能减弱，欧洲经济缓慢复苏，日本经济复苏不及预期，印度经济增速放缓，俄罗斯经济仍保持韧性。国际贸易回暖，财政政策延续正常化步伐，欧美央行货币政策步入降息周期。全球直接投资回暖，亚洲市场受到证券投资青睐。全球货币市场利率下行，汇率波动性显著上升，主权债务风险累积，股市震荡加剧，大宗商品价格中枢下移。

展望2025年，全球不确定性因素增多，经济下行风险提高，可能呈现总需求、总供给同步回落的特征。全球通胀回落速度趋缓，部分经济体面临通胀反弹风险。保护主义成为全球贸易增长的最大风险，多国政权更迭对财政政策产生的影响逐渐显现。美联储降息步伐面临不确定性，欧洲央行有望连续降息。全球FDI流入将延续低增速，跨境证券投资流向将发生调整。美元指数保持相对强势，全球公共债务水平趋于上升，股市整体趋势向好，国际油价持续承压。

本期报告分别对特朗普主要政策主张及潜在影响、中央清算化对美债市场流动性和基准利率的影响两个专题展开分析。

## 一、全球经济回顾与展望

2024 年，全球经济延续了疫情后的弱复苏态势。居民消费增速回落，私人投资和政府支出温和增长，总需求增速下滑；农业产值增速下降，制造业、服务业表现整体向好，总供给逐步改善。在需求回落、供给改善的运行特征下，全球经济增速维持低位运行，通胀压力明显缓解（表 1）。

**表 1：2024 年全球主要经济指标趋势分析**

分项	2022 年占全球 GDP 份额	2024 增速 Vs2023 增速	综合研判
需求	居民消费	55.4%	↓
	私人投资	28.1%	↑
	政府支出	16.5%	↑
供给	农业	4.3%	↓
	工业	27.5%	↑
	服务业	68.2%	↑
经济增长——GDP 增速			持平
通货膨胀率——CPI 增速			↓

资料来源：世界银行，Wind，中国银行研究院

### （一）全球不确定性因素增多，经济下行风险加大

全球居民消费回落，私人投资回暖，政府支出温和扩张，总需求增速整体放缓。美中日等主要经济体居民消费增速较 2023 年回落（表 2）。收入增速放缓、财政补贴政策退出、超额储蓄释放殆尽等是抑制居民消费增长的主要因素。利率中枢高位下行，投资呈回暖迹象。2024 年美欧国家进入补库存周期，叠加下半年推出的降息政策，带动企业投资温和增长。全球产业链转移和重构趋势加快，美国、越南、马来西亚、印尼、墨西哥等地区 FDI 流入速度明显加快，新能源和人工智能领域是投资重点行业。2024 年上半年，全球 FDI 投资规模增长 1%<sup>1</sup>，亚洲地区增长 3%。全球财政政策延续正常化步伐，政府支出温和增长。2024 年，发达经济体、新兴和中等收入国家政府支出相对 GDP 比重分别增长 0.3 个、0.4 个百分点。

<sup>1</sup> 不包含通过卢森堡、荷兰和英属维尔京群岛等管道经济体的 FDI 投资。

**表 2：全球主要经济体零售销售额/指数同比增速（%）**

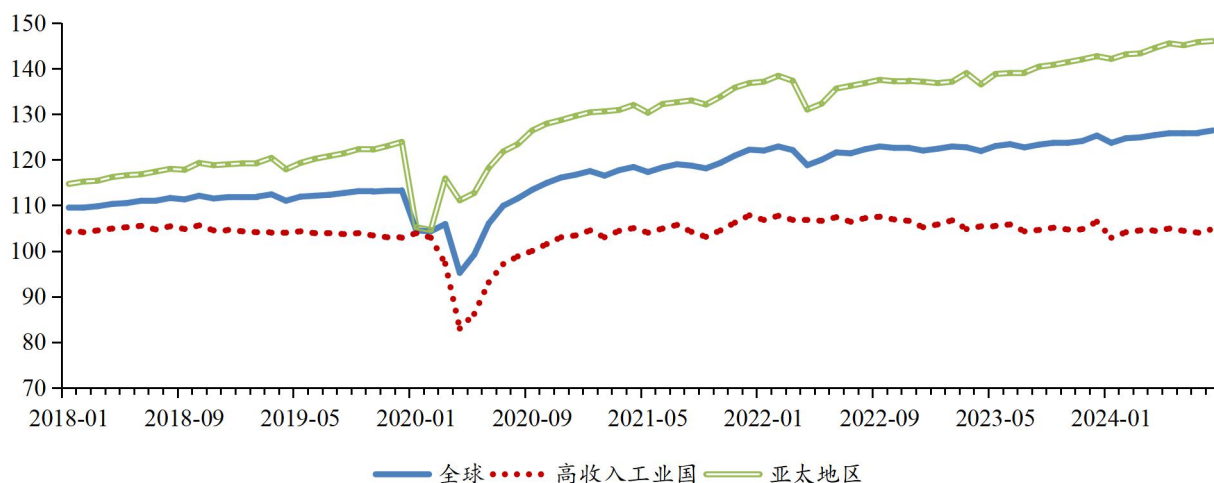
	2022 年不变价居民消费占全球份额	2023 增速	2024 年零售销售额/指数同比增速				2024 年 1-9 月均值较 2023 年增速变动
			Q1 平均增速	Q2 平均增速 (%)	Q3 平均增速 (%)	1-9 月均值	
美国	19.9	3.7	2.0	2.4	2.3	2.2	-1.4
中国	12.8	7.8	4.3	2.7	2.7	3.1	-4.7
欧元区	11.1	-1.9	-0.2	0.1	1.8	0.6	2.5
日本	3.2	5.7	2.6	2.9	2.1	2.5	-3.1
巴西	2.6	1.7	5.9	4.7	4.0	4.9	3.1
印尼	2.4	1.5	5.6	0.7	5.0	3.8	2.2
英国	2.3	3.2	2.6	0.5	2.4	1.8	-1.4
墨西哥	2.1	9.6	8.9	7.1	7.3	7.8	-1.8
韩国	1.3	2.3	0.9	0.0	-0.3	0.2	-2.1
澳大利亚	0.9	3.3	1.2	2.0	2.6	1.9	-1.4
南非	0.7	-1.3	-0.2	2.1	2.4	1.3	2.6

资料来源：世界银行，Wind，中国银行研究院

全球粮食供给量下降，制造业波动复苏，服务业稳定增长，总供给延续扩张趋势。极端天气、地缘政治紧张局势持续影响全球粮食供应，主要产粮大国产出下滑。联合国粮农组织预计，2024 年俄罗斯、欧盟谷物产量将分别下降 11.6%、8.1%；中国和印度产量增速均低于 3%。不同国家工业产出恢复表现分化。受全球能源、原材料等大宗商品价格下降以及电子产业进入扩张周期等因素推动，亚太地区工业产出恢复势头良好，新兴经济体工业生产指数稳定增长。发达经济体上半年工业生产明显复苏，5 月工业生产指数升至年内高位 104.5，下半年逐渐走弱（图 1）。受劳动生产率较低、能源转型等因素影响，德国工业产出指数同比一直呈负增长态势。全球服务业延续较好增长态势。2024 年 10 月，摩根大通全球服务业 PMI 指数为 53.1%，较 9 月回升 0.2 个百分点。金融、旅游、交通、物流仓储、餐饮、娱乐等主要行业发展态势良好。联合国旅游组织预测，2024 年国际旅游业有望恢复到或超越 2019 年的规模水平。在全面开放以及签证便利化等利好政策的推动下，2024 年 1-7 月，亚洲国际游客规模同比增长 11%，已恢复至 2019 年同期水平的 96%。2024 年前 9 个月，全球航空

客座率月度均值为 83.1%，较 2023 年同期增加 1.2 个百分点；货邮载运率<sup>1</sup>月度均值为 45.2%，比 2023 年高 1 个百分点。

图 1:全球工业生产指数变化趋势（2015 年=100）



资料来源：联合国工业发展组织，中国银行研究院

展望 2025 年，全球经济下行风险有所提高，可能呈现总需求和总供给同步回落特征。

需求端面临的不确定因素增多。全球居民消费增速可能逐步回落，企业投资和贸易增长面临挑战。2025 年，特朗普就任美国总统后可能对全球征收 10%-20% 关税，关税政策及可能引发的报复措施将抬升全球商品价格，导致居民消费需求萎缩。新兴经济体出口可能因全球贸易壁垒增多和订单减少而下降，影响居民和企业收入，对私人消费带来冲击。通胀反复将使主要经济体降息进程延缓，2025 年全球流动性趋于宽松但改善幅度大概率下降，私人投资有望呈现温和增长态势。科技博弈压力下，主要经济体将继续强化投资限制，全球 FDI 流入可能延续低增长态势。IMF 预计，2025 年全球投资规模占 GDP 比重为 26.4%，较 2024 年仅提高 0.2 个百分点。在全球公共债务水平高企和利息支出增长背景下，政府支出将继续保持克制，占 GDP 比重可能回落，但债务占 GDP 比重仍

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

有上升压力。IMF 预计，2025 年发达经济体、新兴和中等收入国家政府支出占 GDP 比重将分别为 40.3%和 32.5%，较 2024 年降低 0.3 个、0.1 个百分点。

**供给端将明显承压。全球工业产出将小幅下降。**全球进出口贸易需求收缩，将对下游生产和出口企业带来负面冲击。由于特朗普关税政策主要针对中国，并可能对中国企业通过在东南亚、墨西哥等第三方市场投资进而对美出口实施限制，不仅将影响中国的工业产出，也将对东南亚、墨西哥等经济体工业产出产生负面影响，但上述地区也将从美国进口订单转移中获益，综合影响需视特朗普关税细节。此外，在全球贸易保护主义和投资审查全面趋严背景下，2025 年私人企业的产能扩张意愿将更加谨慎，即使全球利率中枢下行，企业可能也不会大幅增加投资，将影响产出扩张能力。**全球服务业扩张速度放缓。**2025 年全球金融市场波动将加大，全球金融业增加值增速将放缓。居民就业和收入增长预期转弱，将减少休闲娱乐和旅游等支出。全球贸易增速放缓和保护主义升温，将限制国际商务、航运和物流等活动。全球服务业可能将从疫情后的快速增长状态回归长期趋势水平。

综合看，预计 2025 年全球实际 GDP 增速为 2.6%，较 2024 年下降 0.1 个百分点。

## （二）全球通胀压力缓解，反弹风险积聚

**2024 年，全球通胀压力缓解。**全球供给端扩张步伐快于需求端，商品生产特别是亚洲制造业快速复苏，供应链压力缓解，推动通胀水平回落。能源价格处于相对低位，推动生产成本下行。2024 年食品价格总体低于 2023 年，但呈逐步走高态势。2024 年 10 月，联合国粮农组织食品价格指数平均为 127.4，环比上涨 2.0%，同比增长 5.5%。服务业价格下行趋势受阻，2024 年上半年部分经济体服务业通胀反弹，下半年再度回归下行。具体分区域/国别看，美国通胀三年来首次降至 3%以下，9 月降至 2.4%的低点，10 月反弹至 2.6%。欧盟经济

复苏势头疲软，需求扩张步伐低迷，通胀波动下行，9月降至2.1%，是2021年5月以来新低，德国、法国等主要经济体通胀降至2%以下，但10月出现小幅反弹。受汇率波动等外部因素影响，日本通胀持续高于2%的目标水平，但反映真实消费需求的核心通胀涨幅并未明显抬头。亚太等新兴经济体供给端复苏态势良好，通胀维持在相对低位。10月中国CPI同比增速处于0.3%的低位。阿根廷、土耳其等恶性通胀国家通胀压力逐步缓解，10月通胀率分别较年内高点下降96.4和26.9个百分点（表3）。

**表 3：G20 经济体 CPI 同比增速变动（%）**

	2024 年						2024 年				
	1月	4月	6月	9月	10月		1月	4月	6月	9月	10月
阿根廷	254.2	289.4	271.5	209.0	193.0	欧盟	3.1	2.6	2.6	2.1	/
土耳其	64.9	69.8	71.6	49.4	48.6	韩国	2.8	2.9	2.4	1.6	1.3
俄罗斯	7.4	7.8	8.6	8.6	8.5	加拿大	2.8	2.7	2.8	1.7	/
南非	5.4	5.1	5.0	3.7	/	德国	2.9	2.2	2.2	1.6	2.0
墨西哥	4.9	4.7	5.0	4.6	4.8	法国	3.1	2.2	2.2	1.1	1.2
巴西	4.5	3.7	4.2	4.4	4.8	英国	4.0	2.3	2.0	1.7	/
印度	5.1	4.8	5.1	5.5	6.2	印尼	2.6	3.0	2.5	1.8	1.4
澳大利亚	--	--	3.8	2.8	--	沙特	1.6	1.6	1.5	1.7	1.9
美国	3.1	3.4	3.0	2.4	2.6	意大利	0.8	0.8	0.8	0.7	0.9
日本	2.2	2.5	2.8	2.5	/	中国	-0.8	0.3	0.2	0.4	0.3

资料来源：Wind，中国银行研究院

**展望 2025 年，全球通胀下行速度趋缓，部分经济体面临通胀反弹风险。**当前，主要发达经济体通胀率逐渐接近 2% 的货币政策目标，进一步回落空间缩小，部分经济体已出现通胀反弹迹象。从需求端看，消费扩张步伐趋于放缓，全球制成品和大宗商品消费需求增速可能收窄，有助于全球通胀下行。但主要经济体货币政策立场趋于宽松，可能促进投资及消费增长。从供给端看，保护主义抬头，贸易成本显著抬升，可能推动形成全球结构性通胀。一方面，美国等贸易保护主义政策实施国可能面临贸易品供给减少、价格上升压力，通胀风险加大；另一方面，对于广大商品出口国，可能面临外部需求减少，供给相对过剩的压力，通胀率可能趋于下降。**预计 2024 年全球 CPI 增速为 4.3%，较 2023**



年下降 2.6 个百分点，2025 年全球 CPI 增速在 3.2% 左右，较 2024 年下降 1.1 个百分点（表 4）。

**表 4：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			
		2023	2024F	2025F	较 2024 年 3 季度预测变化 (2024F 数据)	2023	2024F	2025F	较 2024 年 3 季度预测变化 (2024F 数据)
美洲	美国	2.9	2.8	2.3	+0.5	4.1	2.9	2.5	+0.2
	加拿大	1.1	1.3	1.8	-0.1	3.9	2.4	1.9	-0.1
	墨西哥	3.2	1.8	1.3	持平	5.5	4.7	3.8	持平
	巴西	2.9	2.2	2.0	持平	4.6	4.2	3.7	持平
	智利	-0.2	2.5	2.3	持平	7.7	4.0	3.9	持平
	阿根廷	-1.6	-3.5	3.6	持平	128.6	224.5	105.0	持平
亚太	中国	5.2	5.0	5.0	-0.2	0.2	0.3	0.7	-0.3
	日本	1.9	0.3	1.1	-0.7	3.2	2.5	2.3	+0.2
	澳大利亚	2.0	1.2	2.0	持平	5.8	3.2	2.8	持平
	印度	7.8	7.0	6.8	持平	5.7	4.6	4.5	持平
	韩国	1.4	2.2	2.0	-0.3	3.6	2.3	1.6	-0.2
	印尼	5.1	5.0	5.1	持平	3.7	2.8	2.6	持平
	沙特	-0.8	1.5	4.4	持平	2.3	2.0	2.0	持平
欧非	欧元区	0.4	0.8	1.3	持平	5.4	2.3	2.1	+0.1
	英国	0.1	1.1	1.6	持平	6.8	2.4	2.0	持平
	德国	-0.3	0.0	0.9	持平	6.0	2.2	2.0	-0.1
	法国	0.9	1.0	1.1	+0.3	5.7	2.3	2.0	持平
	俄罗斯	3.6	3.9	2.5	+0.6	6.0	8.0	6.5	+0.5
	土耳其	4.5	3.2	2.8	持平	53.4	59.0	30.0	持平
	尼日利亚	2.6	3.1	3.1	持平	24.5	31.3	22.4	持平
南非	0.6	1.0	1.7	持平	5.9	4.8	4.2	持平	
<b>全球</b>		<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	<b>-0.1</b>	<b>6.9</b>	<b>4.3</b>	<b>3.2</b>	<b>-1.3</b>

资料来源：IMF，中国银行研究院

### （三）全球贸易回暖，保护主义抬头

全球贸易回暖。2024 年 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。疫情、自然灾害等因素对贸易的阻断效应逐步消退，全球供应链紧张指数由 2023 年 12 月的-0.15 降至 2024 年 10 月的-0.32。以交通、旅游为代表的全球服务贸易表现良好，2024 年一季度同比增长 8%，高于 2.7% 的全球商品贸易增速。2024 年 9 月，国际航空运输协会发布的全球航空客运收益公里数同比增长 7.1%，亚太、非洲、拉美地区增长明显，成为服务贸易较快增长的重要支撑。在全球贸易复苏背景下，地区间贸易表现分化，亚太地区增长势头强劲，中国、日本、韩国、越南、印尼、泰国等主要贸易国进出口数据均较 2023 年同期明显改善（表 5）。美欧等发达经济体贸易

增长相对乏力。美国、加拿大贸易增速温和改善，欧盟贸易表现整体低迷。汽车、化工、能源行业拖累德国等欧洲国家和澳大利亚的贸易表现。

**表 5：2024 年以来主要贸易国进出口贸易同比增速（%）**

	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 10 月，美元）	3.7	1.7	5.2	-6.2	-6.6	-5.9
美国（前 9 月，美元）	4.6	5.3	3.7	-1.9	-4.1	1.0
欧盟（前 8 月，欧元）	-2.8	-6.3	0.8	-6.1	-13.3	2.4
德国（前 8 月，美元）	-2.0	-4.3	0.02	-1.4	-6.1	2.9
荷兰（前 8 月，欧元）	-5.5	-7.0	-4.2	-3.2	-4.6	-1.9
加拿大（前 9 月，加元）	0.8	1.0	0.7	0.1	2.2	-1.9
澳大利亚（前 9 月，澳元）	-2.9	3.6	-7.7	-2.8	-0.04	-4.7
俄罗斯（前 8 月，美元）	-3.4	-7.9	-0.2	-16.2	18.0	-30.9
日本（前 9 月，日元）	4.9	2.8	7.3	-2.0	-5.7	2.4
韩国（前 10 月，美元）	3.4	-2.1	9.2	-11.2	-12.3	-10.0
印度（前 10 月，美元）	4.4	4.9	3.8	-6.3	-6.7	-5.5
印尼（前 10 月，美元）	3.1	5.2	1.3	-10.2	-7.8	-12.1
越南（前 10 月，美元）	15.0	16.4	13.8	-7.9	-11.3	-4.6
泰国（前 9 月，美元）	4.7	5.5	3.9	-4.9	-6.7	-3.0
新加坡（前 10 月，新元）	5.7	6.7	4.9	-13.2	-14.8	-11.7
巴西（前 10 月，美元）	4.3	9.5	0.5	-4.8	-11.8	1.0
墨西哥（前 9 月，美元）	3.3	3.3	3.2	0.9	-0.9	2.7

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年，保护主义将成为影响全球贸易增长的最大风险因素。美国候任总统特朗普贸易政策激进，对华政策主要包括加征 60%及以上关税、取消最惠国待遇、逐步停止自华进口必需品等；对其他经济体贸易政策包括加征 10%-20%关税、对在贸易结算中不使用美元的经济体征收 100%关税等。若无差别关税政策落地，墨西哥、越南等主要出口导向型经济体面临的贸易风险将迅速抬升。“特朗普担任总统+共和党控制参众两院”的“共和党全胜”局面强化了特朗普主要政策推进的可能性，其贸易政策可能更快落地，并在全球范围内引发“示范效应”，导致新一轮全球关税政策博弈。全球保护主义政策升温，贸易成本抬升，将成为全球贸易面临的巨大挑战。货物贸易是关税政策的主要目标，运输、仓储等服务贸易受到扰动。但交通、旅游、数字经济发展有望对服务贸易形成支撑，预计服务贸易整体表现好于货物贸易。各经济体贸易表现受地缘政治亲疏度因素的影响加大，对美出口占比较高的经济体面临的贸易冲击更大，对美出口占比较低的经济体可能展现韧性。预计 2024 年全球贸易增速

在 3.0%左右。考虑到贸易价格上升和贸易规模下降综合作用，预计 2025 年全球贸易增速在 2.6%左右。

#### （四）全球财政政策回归正常化，全球大选年影响逐渐显现

2024 年，主要经济体财政政策延续正常化步伐。财政收入增长提速，财政支出温和增长，2020 年疫情以来财政收支大幅失衡表现有所好转，财政赤字压力一定程度缓解，但不同经济体表现存在差异。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。2024 财年<sup>1</sup>，美国实现财政收入 49187 亿美元，较 2023 财年增长 10.8%；完成财政支出 67516 亿美元，较 2023 财年增长 10.1%；财政赤字 18328 亿美元，较 2023 财年增长 8.1%。2024 年第一、第二季度，欧元区财政收入/GDP 比例分别为 45.9%、46.1%，较 2023 年稳步提高；财政支出/GDP 分别为 49.5%、49.5%，较 2023 年 49.7%的平均水平有所下降；财政赤字/GDP 分别为 3.6%和 3.4%，整体呈下降趋势。2024 年 1-9 月，德国实现财政收入 3012 亿欧元，同比增长 8%；完成财政支出 3337 亿欧元，同比下降 0.8%；财政赤字规模为 385 亿欧元，同比下降 33.2%。2024 年 9 月末，德国政府债务余额为 15871 亿欧元，较 2023 年底下降 3.2%。2024 上半财年<sup>2</sup>，英国实现财政收入 5415 亿英镑，同比增长 3.6%；完成财政支出 6211 亿英镑，同比增长 3.3%；赤字规模为 796 亿英镑，同比增长 1.5%。2024 财年前 6 个月<sup>3</sup>，印度实现财政收入 16.3 万亿卢比，同比增长 14.8%；完成财政支出 21.1 万亿卢比，同比下降 0.3%；财政赤字规模为 4.8 万亿卢比，同比下降 32.3%。2024 年 1-10 月，中国一般公共预算收入 18.5 万亿元，同比下降 1.3%；一般公共预算支出 22.1 万亿元，同比增长 2.7%；全国性政府基金预算收入 3.5 万亿元，同比下降 19%；政府基金预算支出 7.0 万亿元，同比下降 3.8%。一般公共预算和政府基金预算总赤字规模为 7.1 万亿元，同比提高 22.4%。

<sup>1</sup> 美国 2024 财年由 2023 年 10 月至 2024 年 9 月。

<sup>2</sup> 英国 2024 财年从 2024 年 4 月至 2025 年 3 月，前 6 个月指 2024 年 4 月至 2024 年 9 月。

<sup>3</sup> 印度 2024 财年从 2024 年 4 月至 2025 年 3 月，前 6 个月指 2024 年 4 月至 2024 年 9 月。

从收支结构看，2024 财年美国自主性支出占比由 28.1% 降至 24.5%，利息支出占比由 10.7% 升至 13.1%，法定支出占比略有提升；收入结构中个人所得税占比下降，企业所得税和社会保险税比例提高（表 6）。2024 年 1-9 月，德国支出结构中交通和通讯投资支出占比由 5% 升至 6.2%，劳动力市场政策支出由 10.6% 升至 11.7%；利息支出占比由于通胀水平下降由 10.3% 降至 9.1%，能源和水管理支出占比由 3% 将至 1.1%。英国支出结构中利息收入占比受通胀挂钩国债利息大幅下降影响持续降低。总体上看，在财政支出温和增长的背景下，发达经济体支出结构中自主性支出占比趋降，具有刚性的福利支出和受高利率环境影响的利息支出维持高位，这对于政府发挥财政政策的刺激作用将产生约束效应。主要经济体财政收入增速普遍快于财政支出，疫情期间大幅实施的减税政策影响趋弱。

**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
<b>财政收入</b>	<b>34212</b>	<b>40471</b>	<b>48974</b>	<b>44393</b>	<b>49187</b>
个人所得税	47.4%	47.0%	50.5%	53.7%	49.3%
企业所得税	10.6%	6.2%	9.2%	8.7%	10.8%
社会保险税	32.8%	38.3%	32.5%	30.3%	34.8%
消费税	3.0%	2.5%	1.9%	1.8%	2.1%
遗产赠与税	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.6%
关税	1.1%	2.0%	2.0%	2.0%	1.6%
其他	4.5%	3.5%	3.2%	2.8%	0.8%
<b>财政支出</b>	<b>65536</b>	<b>68225</b>	<b>62733</b>	<b>61345</b>	<b>67516</b>
自主性支出	24.8%	24.0%	26.5%	28.1%	24.5%
其中：国防支出	10.9%	10.9%	12.0%	13.1%	12.9%
非国防支出	13.9%	13.1%	14.5%	14.9%	11.6%
法定支出	69.9%	70.9%	65.9%	61.2%	62.2%
抵偿性收款	-4.2%	-4.9%	-8.0%	-5.6%	-2.2%
社会保障	16.6%	16.5%	19.3%	22.0%	21.6%
医疗保险	13.9%	12.7%	15.5%	16.6%	13.5%
医疗补助	7.0%	7.6%	9.4%	10.0%	12.9%
收入保障	16.0%	20.2%	9.3%	7.3%	9.9%
其他退休金和伤残金	2.6%	2.5%	3.0%	3.2%	4.8%
其他项目	16.1%	14.3%	14.8%	4.9%	1.7%
<b>利息净额</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.2%</b>	<b>7.6%</b>	<b>10.7%</b>	<b>13.1%</b>

资料来源：美国财政部，中国银行研究院

展望 2025 年，主要经济体财政政策整体将延续正常化态势，全球大选年后政权更迭调整带来的影响将逐步显现。2024 年是全球大选年，美国、欧盟、日本、印度、英国、印尼、俄罗斯、南非等多个经济体完成大选，新政府政策主

张将对 2025 年各国财政政策走势产生重要影响。特朗普主张对内减税、对外加征关税，同时推动提高政府效率、节约财政支出，其对绿色转型、产业链回流以及俄乌、巴以冲突立场的调整将对美国自主性支出规模结构产生重要影响。在特朗普上届任期，美国联邦政府的资产负债率由 645.9% 降至 549.8%，财政收支压力整体缓解。2024 年 6 月，欧洲议会完成选举，新立法周期欧盟进一步强化财政纪律约束，将推动欧盟成员国财政政策延续正常化步伐。2024 年 7 月，英国工党赢得大选，其希望通过增加消费、投资性支出，改善英国经济低迷现状。工党强调，经济增长是降低债务/GDP 比重关键，承诺将增加医疗、教育等领域支出，并通过整顿偷税漏税、提高私立学校学费税率、增加印花税和暴利税等，提高财政收入。印度莫迪政府旨在降低财政赤字率，通过提高税收、削减部分补贴以增加资本支出和新的福利计划。

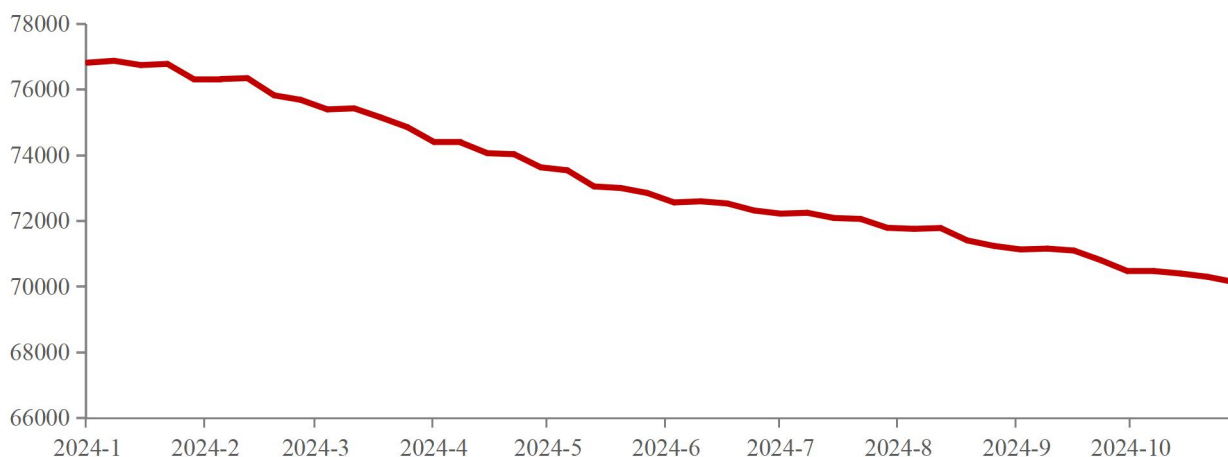
### **（五）全球货币政策：欧美央行货币政策步入降息周期，日本央行货币政策趋于正常化，仍具备一定升息空间**

2024 年，随着欧美地区通胀水平降温，主要央行步入宽松货币政策周期（表 6）。美联储 2024 年 9 月 18 日以 50 个基点开启降息周期，11 月继续降息 25 个基点，联邦基金利率下调至 4.50%-4.75% 区间。欧洲央行 9 月 18 日起实施新的货币政策框架。10 月 17 日，三大关键利率再降 25 个基点。英格兰银行在 2024 年 11 月 6 日降息 25 个基点，将利率从 5% 下调至 4.75%，是自 2023 年 6 月以来首次利率低于 5%。日本央行 7 月 31 日宣布将目标政策利率从 0-0.1% 区间上调至 0.25%，是 2008 年以来首次告别“零利率”，逐渐趋向正常货币政策。与欧美国家央行不同，俄罗斯央行和巴西央行在通胀压力下选择逆势而行。俄罗斯央行在 10 月加息 200 个基点，将基准利率上调至 21%，巴西央行 10 月将基准利率上调 50 个基点至 11.25%。展望 2025 年，全球货币政策将呈现以下特征。

#### **1. 美联储降息步伐面临不确定性，欧盟经济疲弱或将支撑其连续降息，英国有望再次降息**

特朗普上台后美国面临再通胀风险。美联储或将考虑放慢降息步伐。预计2025年美联储降息节奏将更加谨慎，联邦基金利率将逐步回落至3.75%-4%左右。美联储自2022年6月开始收缩资产负债表，预计将延续缩表至2025年初。欧元区在消费和工业依旧疲软的情况下，将维持宽松节奏再次降息，预计2025年存款利率将降低至2.0%。英国通胀回落继续取得进展，劳动市场继续宽松，英格兰银行货币政策预计2025年9月前将再次降息2-3次，基准利率将下调至3%-3.25%。

图 2：美联储资产规模变化（亿美元）



资料来源：美联储，中国银行研究院

## 2.日本货币政策将保持渐进式加息路径，整体节奏根据通胀和经济增长情况灵活调整

2025年日本加息的时间和节奏将取决于经济前景、物价等因素。薪资上涨和利润改善正在推动日本消费和资本支出增长，但收入增长带动支出增加的良性循环仍待进一步稳固。若企业加薪能够持续，经济形势有望再度改善，通胀压力可能进一步加大。随着国内条件逐渐成熟，2025年日本央行或具有进一步加息的空间，但是并不具备快速加息的条件。预计日本央行将于2025年上半年或年中逐步将利率提升至0.75%-1%左右。此外，日本央行总裁植田和男警告，未来有必要仔细监测美国经济前景不确定性以及金融市场波动等外部风险。

## 专栏 1：美联储中性利率的发展及未来趋势

美联储自 2022 年 3 月开启升息周期，至 2023 年 7 月累计将联邦基金利率提升了 525 个基点达 5.5%，并维持这一水平到 2024 年 9 月，从停止升息到开始降息的间隔时间是史上最长区间之一。2023 年二季度以来在美联储升息和通胀下降的双重作用下，联邦基金实际利率已高于同期美联储的中性利率（等于美联储对联邦基金利率目标的长期预期值减去 2% 的通胀率长期预测值）。这意味着美联储的利率政策在过去 1 年多来一直具有足够限制性。美联储的政策实践显示：当升息达到此程度通常会导致失业率上升，经济增长减速或衰退。然而，从美联储升息到最近 2024 年第三季度的数据均显示美国的失业率仍位于历史低点，实际 GDP 增幅仍高于潜在水平，并且近期持续增长的概率上升，衰退的概率下降。这其中原因之一可能是美联储的中性利率上移弱化了利率政策的实际紧缩程度，并需要重新评估。而中性利率不仅是美联储和市场衡量利率政策是否具有足够限制性的最重要标准之一，是美联储确定其中长期终端利率水平的主要基准，也是其他各期限利率的定价基础。2023 年美联储主席鲍威尔表示，美联储实际利率已明显高于市场对中性利率的估计值，未来几年中性利率水平可能比市场预计的更高。相应地，美联储在 2024 年 1、2、3 季度将中性利率预期值的中值从历史低点 0.5% 依次上调到 0.6%、0.8%、0.9%。如此频繁地调整在历史上罕见。美联储决策者之间关于中性利率预测值的集中趋势区间从过去十年的平均水平 40 个基点左右，扩大到 100 个基点。这说明，美联储关于中性利率的预测值可能进入了一个不确定性很大的时期，并且在近期内其有可能进一步上调该预测值，主要根据包括：

一是潜在 GDP 加速增长以及投资者对实际回报率的期望值回升。虽然美国有许多阻碍潜在 GDP 加速增长的负面因素，包括人口老龄化、婴儿潮人口退休等，但也有许多正面因素。这主要体现为：首先，生产率有可能加速上升。根据 CBO（2024 年 6 月）预测，未来 10 年非农业部门全要素生产率年增长率可能从 2023 年的 0.9% 上升到 1.2%，劳动生产率从 1.4% 上升到 1.7%。其次，制造业复兴和再工业化有可能加速。美国制造业在 GDP 占比回升，并伴随着以制造业回流为主要特征的供应链重组。在政策层面美国政府已将重振制造业作为国家战略，并明确将其重新定位为带动其他领域增长的主要驱动因素及核心竞争力。美国也开始注重并制定了产业政策支持高端制造业振兴。一个重要标志是 GDP 构成中，私营部门厂房建造等长期结构性投资占比，从 20 世纪 80 年代的 5% 降至 20 世纪 90 年代的 3% 以下，而在近几年出现上升趋势，在 2022 年三季度以来上升到并维持在 3%-3.2%，接近历史水平 3.2%。以上因素可能使潜在实际 GDP 增长率从 2023 年的 2% 维持在之后 4 年 2.1%。

二是资本市场供需关系及其趋势有可能推升中性利率。首先，国债发行持续增长及其前景将导致通胀不确定性及国债流动性风险上升，推高投资者风险溢价。其次，在美联储

缩表和境外投资者缩减持债规模的环境下，国债需求增长的势头可能难以为续，将推高投资者的回报期望值。

三是近期金融市场因素可能推升美联储降息周期中联邦基金利率终端水平的预期。2024年9月美联储首次降息以来中长期国债利率出现回升趋势。这既有经济持续增长，也有通胀维持高位的预期因素。而在特朗普当选下一任美国总统后，关于其减税、增加关税和增加政府支出的市场预期，进一步推升实体经济、通胀和联邦债务增长的预期。例如，10年国债通胀保值证券（TIPS）利率从1.5%左右在11月中旬上升到2%以上，10年国债损益均衡通胀率从2%左右上升到2.3%左右。这些提示美国有可能进入一个高增长、高通胀和高利率的时期。

四是主流机构的预测值。CBO（2024年6月）关于美联储实际利率长期水平的预估值目前为1%。纽约联储（2024年9月）的动态随机一般均衡模型DSGE预测的中性利率在2024、2025、2026和2027年分别为2.4%、2.3%、1.9%和1.6%。达拉斯联储（2024年11月）采用的经验和模型的综合方法估算的中性利率目前为0.74%到2.60%。这些估算值均高于目前美联储的预测值0.9%。其中有些数据会被联储公开市场委员会考虑，并可能影响其未来预测值。

总体而言，美联储关于中性利率的不确定性，特别是其进一步上升的可能性，决定了美联储未来的降息行动可能会更加谨慎、缓慢。

## （六）重点国别/地区经济形势研判

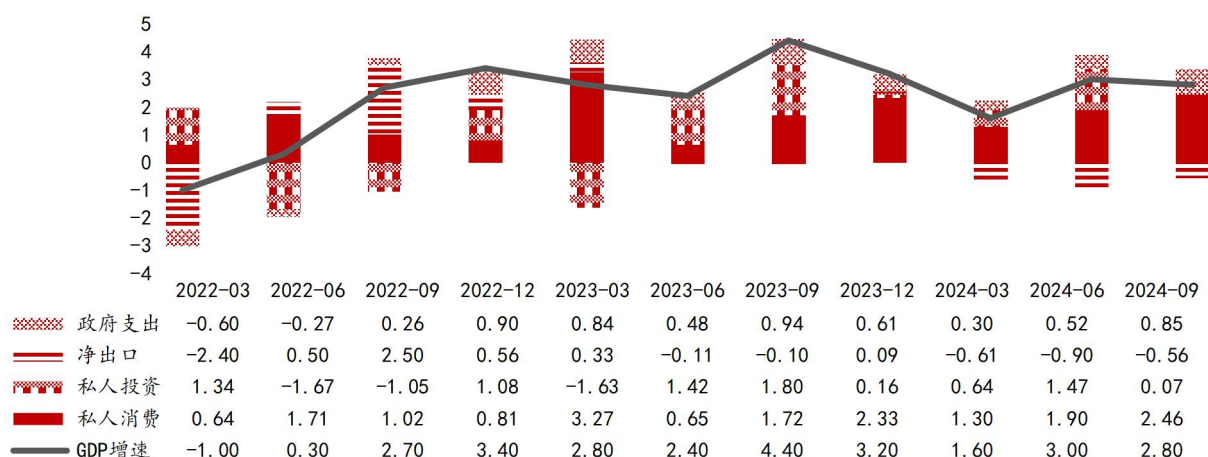
### 1.美国：美国GDP增速趋于回落，特朗普上台后宏观政策面临调整

2024年美国经济增长呈“前高后低”特点，下半年经济增长动能有所减弱。从同比增速看，2024年上半年美国GDP同比增速为3.0%，三季度降至2.7%，四季度可能进一步回落。从环比增长折年率看，前三个季度增速分别是1.6%、3.0%、2.8%，预计四季度将回落至2.4%左右。分项看，私人消费、企业投资、政府支出是推动经济增长的重要贡献项，而贸易逆差再度扩大拖累经济增长。2024年前三季度，美国私人消费支出同比增长2.6%，比2023年增速提高0.1个百分点。美国劳动力市场整体表现良好，劳动力薪资增速虽有所下滑，但仍明显高于疫情前水平，美国金融市场价格波动走高，居民财产性收入持续增长，为居民消费支出提供了较强支撑。企业投资逐渐从低位反弹，但不同分项表现



分化，居高不下的利率水平持续对住宅投资带来负面影响，2024年二、三季度住宅投资分别拖累GDP增长0.1和0.2个百分点，过去两三年在美国政府产业政策驱动下表现较好的企业建筑投资逐渐回落，年内对经济增长贡献率逐季下行，但企业设备投资和知识产权投资依然维持稳定增长态势，是驱动私人投资增长的重要贡献因素。政府支出继续保持扩张态势，前三季度对GDP增长拉动率分别为0.3、0.5和0.9个百分点。2024年前三季度，美国进口同比增长5.3%，出口同比增长3.7%，贸易逆差较2023年同期扩大10%，拖累了经济增长。

图3：美国实际GDP环比增长折年率及分项贡献率（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

特别是进入三季度，美国经济下行压力逐渐加大。劳动力市场明显降温，失业率在7月走高，非农就业大幅减少，导致消费者信心指数下跌，叠加制造业PMI指数和工业生产指数下行，私人投资对经济增长贡献度下降，市场再度担忧经济“硬着陆”问题。美联储关注重点逐渐由遏制通胀转为稳定经济。美联储在9月正式进入降息周期，且一次性降息50个基点，希望提振市场信心、改善流动性状况。进入四季度，美国经济增速延续下行趋势，但形势逐渐稳定，经济“硬着陆”风险降低。其中，劳动力市场有所企稳，10月失业率稳定在4.1%的低位，较7月下降0.2个百分点，但新增非农就业人数为2021年以来最低，表明劳动力市场仍存在压力；10月ISM服务业指数创2022年7月以来新高，

零售销售额环比增长 0.4%，虽较 9 月 0.8% 的增速明显放缓，但好于预期，表明美国消费者需求依然旺盛，考虑到 12 月将迎来节日季，预计四季度私人消费将依旧保持良好增长态势，继续对经济增长提供支撑。

展望 2025 年，特朗普上台后，大概率实行“高关税、低监管、低税率、精简政府机构、驱逐移民”的政策组合，对美国经济具有多重影响。在特朗普第一任期内担任美国贸易代表的莱特希泽正牵头拟定特朗普第二任期的经贸政策，美国进口关税抬升将是大概率事件。综合看，美国经济增速大概率继续下行，高关税及其引致的贸易报复措施和通胀回归压力将严重伤害美国经济。

**第一，关税成本将在很大程度上传导至消费端，导致居民消费成本提高，私人消费增速可能快速回落。**美国国际贸易委员会（USITC）和税收政策中心（Tax Policy Center）等多家机构分析表明，特朗普关税政策对美国家庭带来了很大的经济负担，美国普通家庭因关税政策每年平均增加约 1350 美元至 3900 美元支出。关税增加导致美国企业为进口最终消费品支付的成本上升，中间投入品进口价格提高对依赖进口原材料的美国制造商带来成本压力，企业将大部分成本转嫁给消费者，导致居民家庭生活成本提高。美国零售联合会（NRF）发布的研究显示，如果特朗普的新进口关税提议付诸实施，美国消费者在消费能力方面每年可能损失高达 780 亿美元。特别是中低收入消费者，预算将进一步收紧。此外，关税冲击和随之而来的通胀压力也将严重影响金融市场情绪，美股正处于历史高点，市场情绪高度脆弱、敏感，2025 年在关税计划威胁下，市场将开始炒作经济衰退预期和美联储停止降息或再度加息预期，美股可能迎来较大幅度调整，居民家庭财富将遭受较大损失，从而影响居民特别是中产阶级的消费能力。

**第二，美国贸易逆差将继续扩大。**预计 2025 年全球关税政策将沿着“美国启动关税政策→其他国家反击”的路径推进。美国进口商品价格提高虽会减少进口支出，但各国针对美国实施的贸易报复措施或设置的贸易壁垒也将使美国

出口减少，美国贸易逆差可能并不会得到缓解。国际货币基金组织（IMF）等机构研究指出，美国政府对华实施的高关税可能无法有效解决贸易逆差问题，美国进口需求或订单将转移至东盟、墨西哥等其他国家。由此导致美国消费者的进口支出降幅可能低于出口降幅，贸易逆差将继续扩大，对经济的拖累将大于 2024 年。

**第三，关税政策及其引致的美联储货币政策调整路径变化将限制美国企业投资。**特朗普主张将企业税率由 21% 降至 20%，低税率将有利于刺激企业投资，但利好效应将被特朗普的关税计划所抵消。关税计划对企业投资的影响主要通过两方面传导。一是信心渠道。关税升高将扰乱全球供应链，恶化全球和主要经济体经济形势，影响企业对未来市场前景的判断和投资意愿。二是将加大通胀压力，使美联储延缓降息节奏，甚至提前结束降息周期。特朗普征收新关税和增加政府开支的政策将增加美国通胀压力，彼得森国际经济研究所预测，在存在贸易报复措施条件下，美国取消中国最惠国待遇，将使美国通胀较基准情形提高 0.4 个百分点。近期美联储多位官员强调要关注通胀反复风险。鲍威尔在 2024 年 11 月中旬的讲话中表示，美联储并不急于降息。偏鹰派的讲话重创了市场对 2024 年 12 月和 2025 年降息前景的预期。受此影响，美债收益率再度回升至高位，预计 2025 年美国利率中枢仍将处于较高水平，企业投资改善幅度将有限。

**第四，美国财政支出扩张速度可能放缓。**特朗普政策主要从两方面影响财政支出。从积极方面看，共和党在此次大选中大获全胜，取得国会参众两院控制权，将更容易推出新的财政刺激计划，降低了 2025 年上半年两党围绕美国债务上限进行博弈的风险。但从消极方面看，特朗普宣布将组建新的政府效率部，由美国企业家马斯克和维韦克·拉马斯瓦米共同领导。马斯克在竞选期间表示将大幅削减政府支出，裁撤教育部等政府部门，将美国政府开支削减 2 万亿美元。美国财政部数据显示，美国 2024 财年财政支出为 6.8 万亿美元，2 万亿美元相

当于现有联邦政府支出的近三分之一。从美国财政支出结构看，社会保障支出、健康支出、净利息支出、医保支出、国防支出等是主要支出项目，削减2万亿美元支出目标并不容易实现。但可以预见，在削减部分政府部门、减少政府雇员背景下，美国财政支出对经济的刺激作用将较2024年减弱。特别是从中长期看，特朗普政府采取的低税率、高关税等政策以及高利率等趋势将使美国债务负担持续加剧，联邦政府面临维持财政平衡的压力，国际投资者将质疑美债的无风险地位，可能要求更高的风险溢价，将进一步增加财政负担，损害美元信用基础和美元体系运转根基，对美国长期经济增长潜力带来损伤。

从供给端看，驱逐非法移民政策将对美国劳动力市场和经济活动产生较大冲击。特朗普一向秉持强硬的移民政策，多次表示将驱逐非法移民，承诺上任第一天将启动美国历史上最大规模的驱逐计划。该政策的实施将减少美国劳动力供应，尤其在农业、建筑、餐饮等劳动力密集型行业和服务行业造成劳动力短缺。美国职位空缺数将再度增加，薪资增速和服务业价格可能快速上行，导致经济活动减少和通胀压力回升，将迫使美联储重新审视利率政策，进一步对经济活动产生冲击。综合看，在特朗普上台推出新的关税、财政、就业等政策背景下，预计2025年美国经济增长将降至2.3%左右，较2024年下降约0.5个百分点，通胀率可能攀升至2.5%左右。

## 2. 欧洲：各国经济表现分化，通胀率回落至目标区间

欧元区：经济缓慢复苏，主要成员国表现明显分化。2024年前三季度，欧元区经济增长保持复苏态势，基本符合预期。一、二季度实际GDP环比分别增长0.3%和0.2%，三季度环比增速升至0.4%，为2022年四季度以来最高季度环比增速，预计欧元区2024年实际GDP增速为0.8%。净出口表现良好，是支撑欧元区经济增长的主要驱动因素；政府支出和私人消费小幅增长，在一定程度上支撑经济表现；投资表现明显低迷，预计将拖累经济增长0.4个百分点(图4)。欧元区工业和服务业表现分化。2024年前9个月，工业生产指数平均为97.1，

较 2023 年同期下降 3.4 个点，呈明显下行趋势。相比之下，服务业保持强劲增长，服务业生产指数上升至 2024 年 8 月的 115.9，较 2023 年末上升 1.9 个点，信息技术、科技研发等领域保持同比大幅增长态势。

图 4：欧元区实际 GDP 增速贡献率 (%)

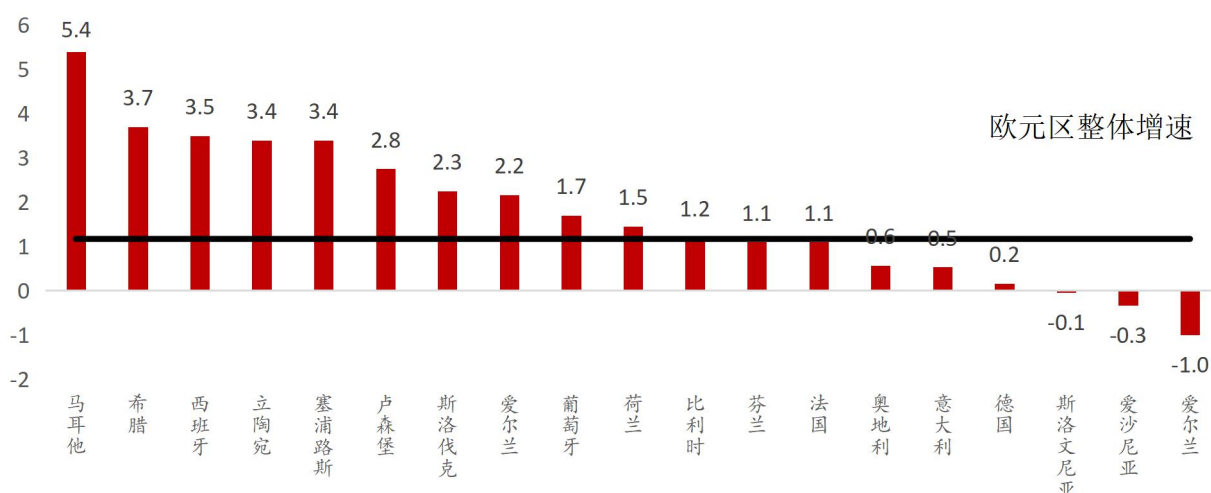


资料来源：Wind，ECB，中国银行研究院

注：欧元区数据为国别加总，分项数据存在误差

从成员国表现看，西班牙在旅游等服务业增长带动下保持较高增速。2024 年前三季度 GDP 环比增长折年率平均为 3.5%，是欧元区表现最好的主要经济体；法国与荷兰与欧元区整体增速持平，2024 年以来 GDP 环比增长折年率分别为 1.1%和 1.2%；意大利经济增速逐季回落，GDP 环比增长折年率由一季度的 1.1%降至第三季度的-0.1%；德国经济整体低迷，前三季度 GDP 环比增长折年率平均仅为 0.2%（图 5）。

图 5：2024 年前三季度欧元区成员国 GDP 环比增长折年率（%）



注：部分国家数据截至二季度；克罗地亚未公布该数据

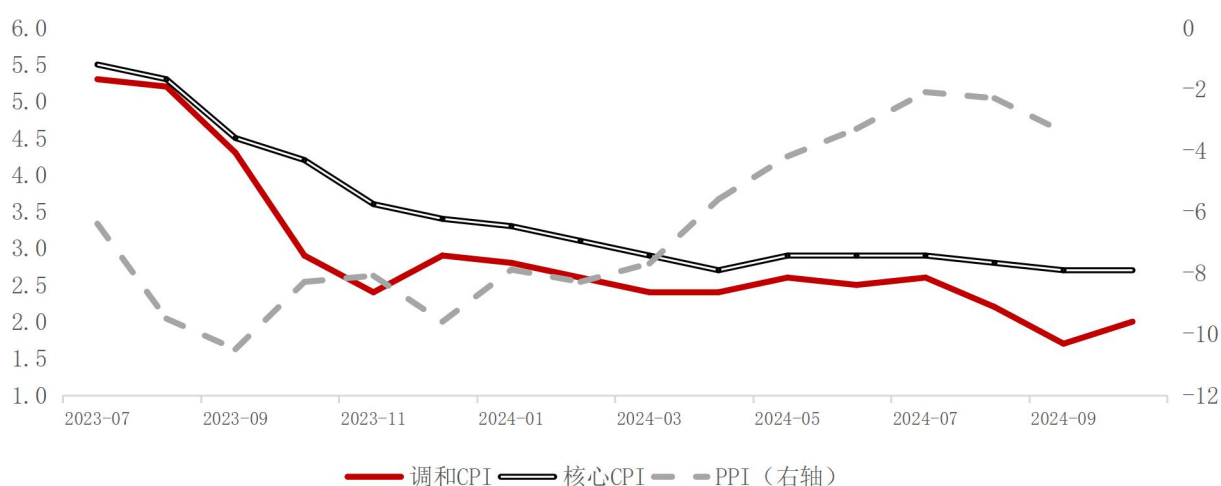
资料来源：Wind，中国银行研究院

2024 年第四季度，欧元区经济仍将保持增长态势，私人消费和净出口支撑经济表现。一是私人消费继续回升。欧元区劳动力市场表现平稳，9 月失业率为 6.3%，与 8 月持平，为居民消费提供稳定支撑。欧元区私人消费维持回暖态势。2024 年 9 月，欧元区零售销售指数和消费信贷总额环比分别上升 0.5% 和 0.2%。二是降息对投资拉动作用尚不明显。2024 年以来，欧洲央行于 6 月、9 月和 10 月三次降息，将主要再融资利率分别下调 25 个、60 个和 25 个基点，12 月继续降息概率较大。二季度欧元区家庭投资率为 9.2%，较一季度下降 0.1 个百分点。8 月，营建产出环比增长 0.1%，但仍同比下降 1.8%。三是政策财政空间收窄。欧元区债务压力加大，公共债务占 GDP 比重由一季度的 87.8% 上升至二季度的 88.1%。西班牙、法国、意大利、希腊等国政府债务占 GDP 比重超 100%。为降低赤字和负债率，欧盟实施更加严格的财政约束，成员国政府支出趋降。四是贸易支撑经济增长。2024 年以来，欧元区贸易出口同比增速高于进口，贸易顺差逐步恢复至 2022 年以前的高位，8 月商品贸易净出口额为 110.3 亿欧元。

欧元区通胀回落至央行目标区间。2024 年 9 月，欧元区调和 CPI 同比增长

1.7%，回落至 2% 的通胀目标以内；10 月调和 CPI 同比增长 2.0%，通胀走势基本稳定。9 月和 10 月，欧元区核心 CPI 同比增速均为 2.7%。其中，服务通胀仍相对顽固，10 月欧元区服务价格同比增速为 3.9%，与 9 月持平；能源价格同比大幅下跌 4.6%，降幅较 9 月减少 1.5 个百分点，仍是欧元区通胀下行的主要推动因素。工业生产者价格指数持续下跌，9 月欧元区 PPI 同比下降 3.4%，降幅较 8 月扩大 1.1 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 2025 年，欧元区经济增速有望提升。一是私人消费维持增长。劳动力市场稳健，欧元区工资收入增速快于通胀，支撑居民消费能力。随着通胀回落、经济回暖，居民财务状况改善，消费意愿将有所回升。二是降息对投资提振作用显现。由于通胀已经回落至央行目标区间，欧洲央行将于 2025 年维持降息步伐，加上 2024 年欧元区投资水平普遍偏低，预计投资对经济增长的贡献有望由负转正。2024 年 9 月，欧盟委员会发布欧洲竞争力报告，指出欧盟在创新、绿色、国防等领域存在较多机遇，有望带动未来投资增长（专栏 2）。三是贸易增长面临不确定性。欧元区制造业持续疲软影响商品贸易出口，削弱净出口对经济的支撑作用。美国作为欧盟和德国最大的商品出口市场，特朗普再次当选美国总统可能增加欧盟商品关税。预计 2025 年欧元区实际 GDP 增速 1.3%，

较 2024 年上升 0.5 个百分点;调和 CPI 增速 2.1%,较 2024 年下降 0.3 个百分点。

## 专栏 2：欧洲竞争力报告发布

2024 年 9 月 9 日，欧盟委员会发布《欧洲竞争力的未来》（以下简称《报告》）。《报告》由欧洲央行前行长、意大利前总理德拉吉统筹撰写，聚焦能源、关键原材料、数字及创新科技、能源密集型产业、清洁技术、汽车工业、国防、航空航天、医药以及交通运输等十大产业发展，并针对创新能力、技术工人、投资可持续性、市场竞争和政府治理等领域提出建议。《报告》为欧盟绘制了未来五年发展蓝图，指出欧洲亟需在创新、绿色和安全三大领域提升竞争力，引发广泛关注。

**一是缩小与中美等主要经济体创新科技发展的差距。**报告指出，欧洲的自主机器人技术和 AI 服务占全球份额分别为 22%和 17%，但欧洲相对严格的法规与后期融资不足限制了创新企业的科研成果转化。许多欧洲企业倾向于赴美国等海外市场进行融资，2008 至 2021 年，近 30%的欧洲本土“独角兽”企业将总部迁往国外。

**二是加快绿色低碳发展。**欧洲能源资源禀赋相对匮乏。欧洲企业面临的电价和天然气价格分别是美国的 3 倍和 5 倍。绿色低碳发展为欧洲工业创造了机遇期，欧盟绿色技术研发能力较强，在风力涡轮机、电解装置和清洁燃料等领域处于世界领先地位。《报告》认为，欧盟应将加快清洁能源成果的应用转化，加快推进低碳电力模式，缓解能源短缺对经济增长的影响。

**三是降低对外经贸依赖、提升国防工业水平。**全球地缘政治风险上升，加大了国际贸易投资的不确定性，欧洲应增加关键原材料储备，加强与资源丰富国家经贸往来，确保供应链安全。《报告》指出，欧盟军费开支规模为世界第二，但国防工业相对分散，难以形成规模化生产且互操作性低，削弱欧盟国防工业整体实力。

《报告》还指出，欧盟与中国在关键原材料、清洁能源、汽车等产业领域的竞争与合作并存。一方面，中国清洁技术和新能源汽车等产业发展具有政策支持、创新能力强、原材料自给率高等优势，对欧盟企业构成竞争威胁。另一方面，欧盟希望到 2030 年区域内 42.5%以上能源消耗来自可再生能源，对光伏、风力发电装置的需求将大幅增加，增加从中国进口成为欧盟实现脱碳目标的高效途径。

**德国：经济增长动能不足，制造业表现低迷。**2024 年，德国经济增长动能不足，面临较大衰退风险。供给端，制造业严重拖累经济增长。2024 年前 9 个月，德国工业生产指数平均为 93.2，较 2023 年同期下降 4.9 个点。自 2023 年二季度以来，德国产能利用率连续下跌，由 2024 年一季度的 80.8%降至四季度



的 76.1%。需求端，私人消费呈现韧性，德国劳动力市场保持平稳，2024 年前 10 个月失业率都处于 6%左右，工资和收入维持增长，在一定程度上支撑私人消费。2024 年前 9 个月，德国零售销售指数平均为 139.7，较 2023 年同期上升 2.1 个点；投资增长疲软，德国工业萎缩与经济持续低迷影响投资者信心，2024 年前 11 个月，Sentix 投资者信心指数平均为-25.2，较 2023 年同期下降 4.8；由于德国出口基本保持平稳、进口大幅下跌，净出口成为支撑经济增长的重要因素。2024 年前三季度，德国贸易顺差合计 1870 亿欧元，高于 2023 年同期的 1562 亿欧元。

展望 2025 年，国际能源价格处于低位，德国供给端表现有望改善。在 2024 年低基数下，德国经济有望重回增长轨迹，但仍面临能源供应不足、制造业企业外迁、技术工人短缺等结构性挑战。预计 2025 年德国实际 GDP 增速 0.9%，较 2024 年上升 0.9 个百分点；CPI 增速 2.0%，较 2024 年下降 0.2 个百分点。

**英国：经济表现好于预期，政策发力推动经济增长。**2024 年，英国经济增长有所回升，一、二季度实际 GDP 同比分别增长 0.3%和 0.7%，通胀率于 9 月回落至 1.7%。供给端，工业和服务业表现分化。2024 年前 8 个月，英国工业生产指数维持同比下跌。10 月，英国制造业 PMI 降至 49.9%，较 9 月下降 0.4 个百分点，低于荣枯线水平。服务业表现好于制造业，10 月服务业 PMI 为 52.0%。需求端，2024 年以来，英国私人消费虽保持增长但增速较 2023 年同期明显减弱；政府支出同比增速保持在 2%以上，成为支撑经济增长的重要因素。

展望 2025 年，英国有望延续当前增长势头。经济预期转好将一定程度提振消费者信心，带动私人消费增长。英国央行大概率延续降息步伐，拉动投资回暖。英国政府各项政策执行情况将成为 2025 年英国经济增长的重要因素。根据秋季预算案，政府支出将集中于民生与基建投资领域，预计将支撑经济增长；英国政府 2024 年 10 月发布产业战略绿皮书，确定未来 10 年拟重点推动先进制造业、清洁能源、创意产业、国防、数字和技术、金融服务、生命科学、专业

和商业服务等 8 大关键行业，创造更多投资和就业机会。预计 2025 年英国实际 GDP 增速 1.6%，较 2024 年上升 0.5 个百分点；2025 年 CPI 增速 2.0%，较 2024 年下降 0.4 个百分点。

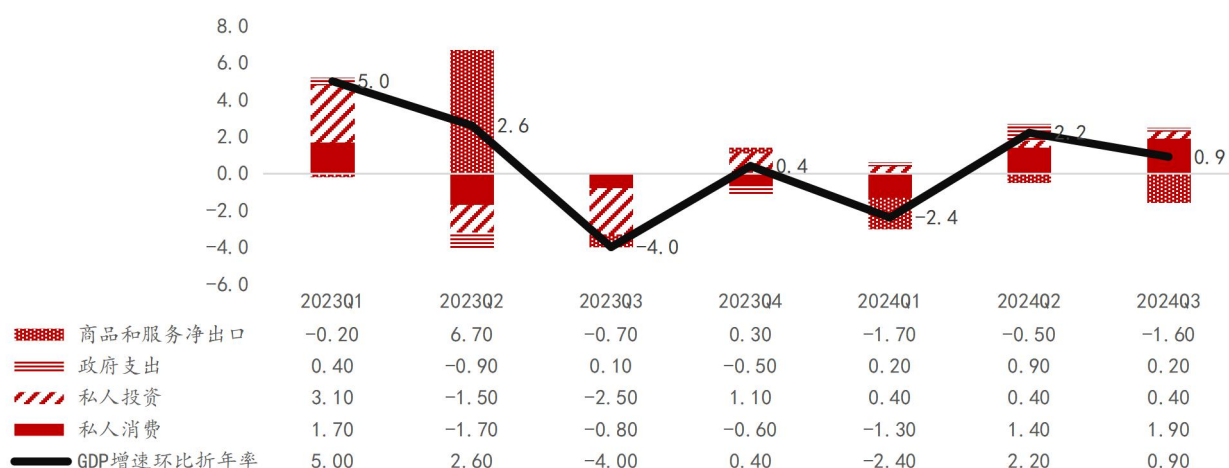
### 3.日本：经济复苏不及预期，政局动荡带来不确定性

2024 年，日本经济增速弱于预期，全年 GDP 呈现“先升后降”态势。2024 年 1-3 季度，日本实际 GDP 环比折年率分别为-2.4%、2.2%和 0.9%（图 7），实现由负转正，同比增速分别为-0.8%、-1.1%和 0.3%，复苏势头偏弱。内需是支撑日本经济恢复正增长的主要动力，二、三季度内需分别拉动日本实际 GDP 环比折年率增长 2.6 和 2.5 个百分点。

**需求端，私人消费复苏态势良好。**在经历四个季度萎缩后，日本消费市场回归扩张区间。2024 年二、三季度，日本私人消费环比折年率分别为 2.6%和 3.6%，是当季日本 GDP 增长的最大贡献项，其中三季度增速达到 9 个季度以来高点。2024 年第三季度，日本私人消费同比增长 0.7%，实现五个季度以来首次正增长。2024 年以来，日本经季调消费者信心指数始终维持在 36 以上，明显好于过去两年表现。大幅加薪对日本个人消费支出的刺激效果显现。根据日本总务省数据，2024 年 5 月，日本两人及以上劳动者家庭实际可支配收入实现 5.3%的正增长，在经历长达 19 个月收缩后重回扩张区间，6 月增速进一步提升至 8.5%，收入增长有力提振了日本消费市场活力。能登半岛地震、汽车企业造假丑闻等负面因素在一季度对日本经济造成暂时性困扰，进入年中以来其影响逐步消退，前期受到积压的消费需求得到释放，日本汽车、电器等耐用品消费支出逐季修复，至三季度耐用品消费支出同比增速升至 7.6%。在私人消费保持复苏的同时，日本公共支出同样对消费市场带来正向贡献，1-3 季度政府消费分别拉动日本 GDP 环比折年率增长 0.3、0.1 和 0.4 个百分点。**投资表现波动较大。**2024 年私人投资对日本 GDP 贡献保持为正，但细分投资结构看，投资增长表现并不稳固，其中私人住宅投资和企业设备投资一、三季度出现环比收缩，二季度呈现扩张

态势，私人库存增长趋势则与之相反。公共投资增长同样呈现波动走势，1-3季度环比增速分别为-1.1%、4.1%和-0.9%。外需持续拖累经济增长。2024年1-3季度，日本商品和服务出口环比增速分别为-4.5%、2.6%和0.4%，进口环比增速分别为-2.4%、2.9%和2.1%，日本出口增长势头始终弱于进口，外需对实际GDP增速环比折年率贡献持续为负。9月，日本出口额同比下降1.7%，其中汽车、矿物性燃料、建设用及矿山用机械出口额同比分别下降9.2%、49.8%和33.3%，而半导体等制造设备出口继续保持较快增长，出口额同比增速为26.3%；进口额同比增长2.1%，连续6个月保持正增长。2024年以来，除3月和6月以外日本在其他月份均出现贸易逆差。总体来看，日本货物贸易进出口形势趋于低迷。

图 7：日本实际 GDP 环比增长折年率及分项贡献率（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

**供给端，制造业复苏受阻。**日本制造业全年复苏势头疲软，受车企造假事件导致的停产影响，2月制造业PMI跌至47.2%，随后连续三个月上涨，至5月升至50.4%。外需持续低迷拖累日本制造业活动再度转弱，6月后制造业PMI降至50%的荣枯线以下，10月降至49%。前三季度，日本采矿业和制造业工业生产指数仅5月和7月实现同比正增长。**服务业出现降温迹象，**日本服务业在前三季度保持强劲走势，多数月份服务业PMI处于53%以上，明显高于历史平均水平。旅游业，特别是国际游客大量到访对日本服务业扩张带来较大利好。

2024年前9个月，日本海外访客人数已达2688万人，超过2023年全年的2500万人，其中7月份入境人数329万，创下历史单月新高；同期，海外游客在日本消费额达到5.86万亿日元，超过2023年全年5.3万亿日元纪录。日本国家旅游局预计，考虑到年底的圣诞季和新年，2024年全年赴日海外游客的人数有望打破2019年创下的3190万的纪录。近期，日本服务业活动出现降温迹象。10月日本服务业PMI从9月的53.1%降至49.7%，自今年6月份以来首次降至荣枯点以下。国内服务销售疲软是服务业活动萎缩的主要原因。其中，信息与通信行业明显收缩，房地产和商业服务、运输与仓储服务活动亦出现下滑，单纯依靠旅游市场恐难以支撑日本服务业持续旺盛的表现。

**通胀依然处于高位。**2024年以来，日本月度CPI和去除生鲜食品后的核心CPI增幅均保持2%以上水平。4月以来，日本通胀增幅连续上行，8月CPI和核心CPI增幅分别达到3%和2.8%。日元贬值以及能源价格变化是影响日本通胀的主要因素。2024年6月以来，日本政府停止了对电力和天然气的补贴。7月日本电费同比上涨22.3%，城市燃气费上涨10.8%，推动能源价格上涨12.0%，大幅超过6月的7.7%，对CPI涨幅影响达0.9个百分点。8月日本电费和燃气费同比继续分别上涨26.2%和15.1%，对CPI同比增速的贡献分别达到0.82和0.17个百分点。7-8月日本能源CPI同比增速连续两个月达到12%。为缓解居民生活成本上涨压力，8月日本政府重启对电力和燃气费的补贴政策，带动整体通胀放缓。10月日本CPI和核心CPI均同比上涨2.3%，连续两个月回调。其中，电费和燃气费价格分别同比增长4%和1.8%，增速较8月分别收窄22.2和13.3个百分点，能源价格同比涨幅降至2.3%。但另一方面，10月日本去除生鲜食品和能源成本的CPI升至2.3%，连续四个月上涨，受内需支撑的通胀压力正在逐渐积聚。

**2024年下半年以来日本政局持续动荡，对日本经济走势带来较大不确定性。**8月日本首相岸田文雄宣布辞职，随后石破茂当选自民党总裁，并在当选首相

后的第 8 天宣布解散众议院、提前大选。10 月 27 日，新一届众议院选举进行计票，结果由自民党和公明党组成的执政联盟失利，未能获得新一届众议院过半席位。11 月 11 日参议院的首相指名选举中，由于执政党议席过半，石破茂在第一轮中即获超半数票，再度当选日本首相。由于执政党在众议院的席位不足，因此在制定法案和预算案并在国会进行审议时，为了让少数派政府正常运作，石破茂必须向在野党作出让步，其政策实施面临较多掣肘。此前民调显示，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，民众对政治改革、外交与安全政策等议题关注度并不高。日本当前“朝小野大”的局面短期内不会改变，石破茂执政前景依然充满很大的不确定性，日本经济形势可能面临新的挑战。

**展望 2025 年，日本经济表现面临复杂挑战。从内需看。**居民真实收入能否保持正增长可能成为左右经济表现的关键因素。在连续 4 个月正增长后，9 月日本两人及以上劳动者家庭实际可支配收入增速降至-1.8%，虽然名义可支配收入依然维持正增长，但薪酬上涨速度不及通胀涨幅，居民真实收入和消费能力受到侵蚀。特朗普上台后美元预计将维持强势表现，日元汇率可能再度陷入 2024 年上半年持续承压的困局，输入性通胀压力卷土重来，居民真实收入增长将进一步受阻，当前私人消费良好扩张势头面临冲击。**从外需看。**受外部市场需求变化、特朗普上台后贸易保护主义升温等因素影响，2025 年日本出口难免持续承压，外需可能继续拖累日本经济增长。**预计 2024 年和 2025 年日本经济增速分别在 0.3%和 1.1%左右，CPI 增速分别在 2.5%和 2.3%左右。**

#### 4.印度：经济增速放缓，结构性调整压力增大

2024 年上半年，印度实际 GDP 同比增长 7.2%，增速与 2023 年上半年持平，其中政府支出对 GDP 增长贡献下降 0.7 个百分点，私人消费、资本形成的贡献分别提升 1.2 个百分点和 0.3 个百分点，贸易逆差收窄（图 8）。

图 8：印度实际 GDP 同比增速 (%)



资料来源：CEIC，中国银行研究院

2024 年三季度以来，印度经济增速放缓。私人消费动力减弱。自 2024 年 7 月起，印度 CPI 同比增速迅速抬高，10 月达到 6.2%，较 7 月提高 2.6 个百分点，显著高于 4% 的通胀目标。通胀反弹导致消费者实际收入增长放缓，消费者信心指数整体呈下降趋势，9 月为 94.7，较 3 月下降 3.8 个百分点。政府支出扩张乏力。2024 年前三季度，印度财政支出同比增速仅为 0.2%，较去年同期下降 12.7 个百分点。其中，利息支出占比达到 23.7%，较去年同期提高 1.3 个百分点，财政支出乘数效应被进一步削弱。投资增速放缓。自 2023 年 2 月起至 2024 年 10 月，印度央行始终将政策利率维持在 6.50% 的高位水平不变。紧缩性货币政策叠加经济增速放缓的预期导致私人投资态度谨慎。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由 3 月的 131.6、195.2 下降至 9 月的 115.8、178.5。2024 年 1-8 月，印度 FDI 流入规模同比减少 1.3% 至 96.5 亿美元，规模远低于 2022 年同期的 326.9 亿美元，其中撤资规模同比扩大 29.1% 至 319.3 亿美元。进口更快增长推动贸易逆差扩大。2024 年前三季度，印度进口规模同比增长 5.0%，农产品、矿产品是主要贡献项；出口规模同比增长 2.4%，主要原因是全球贸易整体复苏带动电子产品、纺织品出口增加。进口增速高于出口增速导致 2024 年前三季度印度贸易逆差同比扩大 9.9% 至 1888.4 亿美元。

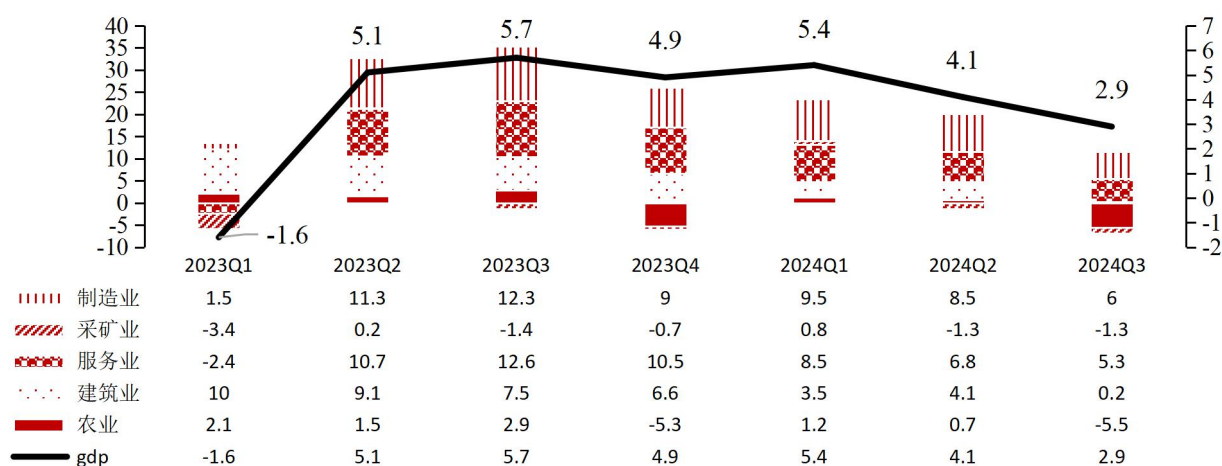
展望 2025 年，印度经济的结构性调整压力加大，维持高增速面临诸多限制。一是私人消费的结构性问题凸显，经济刺激计划能否提振消费有待观察。近年来，印度贫富差距持续扩大，中低收入群体受通胀和失业率走高影响更大，私人消费意愿显著降低，9 月个人贷款同比增速较去年同期下降 16.6 个百分点至 13.4%。消费结构转向生活必需品。9 月，耐用品消费信贷、汽车信贷、住房信贷同比增速较去年同期分别下降 1.2、7.9 和 23.6 个百分点。印度汽车经销商协会联合会数据显示，汽车行业库存水平已达到 80-85 天的历史最高水平。刺激消费是印度 24/25 财年中央财政预算的重要内容，但减税政策主要服务于中高收入人群，对低收入人群的影响有限，私人消费能否得到提振有待观察。二是财政刺激政策能否落地存在较大不确定性。24/25 财年中央财政预算计划扩大财政支出，并将支出重点由基础设施建设转向民生。但印度政府计划同步推进减税、降赤字，2025 财年财政赤字占 GDP 比例的目标为 4.9%，显著低于 2023 年 8.6% 的实际值。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、以民生为重点的财政支出结构乘数效应更低，财政支出能否持续扩大并带动经济增长面临不确定性。三是投资维持高增速难度较大。尽管印度央行 10 月将货币政策立场调整为中性，但通胀表现不及预期导致降息时点的不确定性再次加大，私人投资增速短期内难有明显改善。提高中小企业小额信贷额度、简化企业税制、降低外国企业所得税税率等政策对私人投资的刺激力度有待观察。在地缘政治波动加剧、国内基础设施建设不完善、劳动力素质不高、营商环境落后等因素影响下，印度外资吸引政策效果存疑，FDI 在 2025 年大幅改善的可能性较低。四是贸易赤字可能持续扩大。一方面，印度出口产品结构以劳动密集、低国内附加值为主，易受全球产业链调整影响，出口不确定性加大；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。预计印度实际 GDP 增速在 2024 年为 7.0% 左右，较 2023 年下降 0.7 个百分点；2025 年进一步下降 0.2 个百分点至 6.8% 左右。

## 5.俄罗斯：经济增长呈现韧性，出口贸易向亚太国家转向

2024年1-9月，俄罗斯实际GDP增速为4.0%，在战争和外部制裁冲击下仍呈现较强韧性。其经济运行主要呈现以下特征。

**制造业和服务业发展态势良好。**2024年1-9月，受霜冻天气影响，俄罗斯农业产量同比下降2.3%，其中8月单月下降14.2%。同期，受石油减产等因素影响，俄罗斯采矿业产值同比下降0.6%。由于政府逐步取消刺激住房建设领域的优惠政策，开发商新项目建设活动减少，建筑业产值增速放缓至2.5%。受进口替代战略<sup>1</sup>和军工产业快速发展影响，俄罗斯工业产值同比增长4.4%。其中，加工制造业产值同比增速达7.9%。与进口替代相关的乘用车、计算机电子光学设备以及与军工相关雷达和遥控设备产值同比增速均在30%以上。消费需求旺盛带动服务业增长，服务业产值增长6.8%，主要由零售和餐饮等生活性服务业带动。前9个月，俄罗斯零售业、餐饮业产值分别增长7.8%、8.4%（图9）。

图9：俄罗斯实际GDP及部分产业增加值同比增速（%）



资料来源：俄罗斯经济发展部，中国银行研究院

**投资和消费需求旺盛。**俄罗斯政府推动进口替代政策，鼓励本土生产，带

<sup>1</sup> 进口替代是指用本国生产产品替代进口产品，以减少本国经济的外部依赖，俄乌冲突发生后，面对西方国家制裁，俄罗斯政府加大在食品、国防、医药、信息技术、航空航天等战略性领域实施进口替代战略的力度。相关举措包括对重点行业和企业提供减税、优惠贷款和减少行政检查等支持。



动固定资产投资增加。2024年1-9月，俄罗斯固定资产投资增速高达10.9%。9月，俄罗斯失业率为2.4%，处于历史最低水平，1-9月实际工资同比上涨9.1%。收入增长支撑居民消费。2024年1-9月，俄罗斯零售业、餐饮业产值分别增长7.8%、8.4%，其中，7月和8月，餐饮业产值单月增速分别高达10.8%、13.0%。

**出口贸易向亚太国家转向。**2024年1-7月，俄罗斯出口额、进口额分别为2410亿美元、1531亿美元，贸易顺差879亿美元，顺差规模同比增长20.2%。对亚太地区出口额1816亿美元，增长8.5%；对欧洲出口额仅374亿美元，下降30.6%。在能源价格上涨背景下，俄罗斯积极拓展同亚洲国家能源合作，能源出口收入增加。10月，俄罗斯对欧洲的天然气日均供应量同比增长2.5%，向欧盟输送的天然气总量达28.1亿立方米，其中15亿立方米通过土耳其输送。俄罗斯经济部预计，2024年俄罗斯原油出口量和出口价格均较2023年增加，石油和天然气总收入达到约2400亿美元，较2023年增加130亿美元。能源收入为俄罗斯政府支出提供支持，使其能够在军工生产、社会服务、基础设施建设等方面投入更多资金。2024年1-8月，俄罗斯实现财政收入23万亿卢布，同比增长35.5%，其中，油气收入7.6万亿卢布，同比增长56.2%，增速高于非油气收入（27.3%）和增值税在内的流转税收入（15.5%）。

**受供需失衡和卢布贬值影响，俄罗斯通胀高企。**由于西方的贸易制裁，俄罗斯在获取机械、设备及关键零部件方面受阻。虽然积极实施进口替代战略，但技术水平有限、劳动力短缺制约企业生产能力扩大，俄罗斯经济供不应求现象突出。10月，卢布兑美元汇率跌至97.1的历史低位，1-10月贬值幅度达8.7%。卢布贬值导致俄罗斯进口成本增加，高度依赖进口的商品和服务领域价格上涨尤为明显。俄罗斯央行大幅度加息治理通胀，关键利率水平已升至21.0%。目前，俄罗斯通货膨胀压力有所缓解但仍处于高位。9月-10月，俄罗斯CPI同比增速连续放缓，10月降至8.5%。

**展望2025年，俄罗斯经济挑战与机遇并存。**当前，俄罗斯经济面临供需失

衡和高通胀挑战。“投资促进、消费拉动”的增长模式受到关键原材料和中间品不足、劳动力短缺等因素制约，经济“内循环”体系未完全畅通。政府支出拉动经济，需要以健康的财政收支状况为支撑。受制裁影响，俄罗斯油气等出口贸易收入波动性较高，影响俄罗斯财政支出可持续性。不过，俄罗斯经济也面临一些积极因素。当前，俄乌战场局势正朝着有利于俄罗斯的方向发展。特朗普就任后将大概率兑现承诺，通过停止武器出口等方式迫使乌克兰停火。俄乌冲突若能较快进入停战状态，将有助于俄罗斯将更多资源投入到经济发展的薄弱环节。2024年10月，金砖国家领导人第十六次会晤在俄罗斯喀山举行，会议就建立金砖国家间贸易支付结算体系、鼓励俄罗斯建立金砖谷物交易所等议题展开深入讨论（专栏3）。俄罗斯同金砖成员国间的贸易往来将更加密切，俄罗斯出口贸易“外循环”将得到更大发展，成为推动经济增长的重要引擎。预计2024年俄罗斯实际GDP增速为3.9%，通货膨胀率为8%；2025年实际GDP增速为2.5%，通货膨胀率为6.5%。

### 专栏3：金砖领导人会议在俄罗斯喀山召开

2024年10月22日—24日，金砖国家领导人第十六次会晤在俄罗斯喀山举行。俄罗斯总统普京主持会晤，中国、巴西、埃及、埃塞俄比亚、印度、伊朗、南非、阿联酋等国家领导人出席。本次会晤是“金砖大家庭”实现历史性扩员后的首次峰会，主题是“加强多边主义，促进公正的全球发展与安全”，发表《金砖国家领导人第十六次会晤喀山宣言》（简称“《喀山宣言》”），推动金砖合作开启新时代。

金砖机制是“全球南方”合作的重要平台，影响力和吸引力不断提升。2024年1月，沙特、埃及、阿联酋、伊朗、埃塞俄比亚正式加入金砖合作机制，金砖成员国数量由5个增至10个。扩员后的金砖成员国人口总数量约占全球45%，GDP总量约占全球27%。扩员后，金砖成员国石油、天然气产量分别占全球43.1%、35.5%，小麦、大米、大豆产量分别占全球42%、52%、46%。本次会晤宣布设置金砖伙伴国，11月11日白俄罗斯成为首个金砖国家伙伴国。

加强经济金融合作是未来金砖机制重点工作方向。《喀山宣言》明确了以下内容。鼓励多边开发银行和国家开发银行等开发金融机构调动私人资本，以混合融资形式为基础设施项目提供资金。探讨建立“金砖国家证券存托结算基础设施”的可行性以及成立金砖国

家（再）保险公司。倡导金砖国家间本币合作，扩大本币在贸易、金融结算以及跨境支付中的使用。能源、粮食和矿产安全、气候治理、人工智能、医疗健康等是金砖机制重点关注的发展领域。

**扩员后的“大金砖”是推动全球治理变革的重要力量。**习近平主席在喀山会晤讲话中提出共建“和平金砖”“创新金砖”“绿色金砖”“公正金砖”“人文金砖”，从维护全球安全、促进科技和产业变革、鼓励绿色发展、推动国际金融体系改革、加强人文交流等六个方向，为未来金砖发展提出重要意见。“大金砖合作”高质量发展新局面的开启，有助于进一步提升新兴经济体在全球治理体系中的话语权和自主性，推动国际治理体系向着公平化改善。

## 二、国际金融回顾与展望

### （一）跨境资本流动：全球 FDI 回暖，亚洲市场受到证券组合投资青睐

#### 1. 直接投资：全球 FDI 回暖，地缘政治因素影响增强

2024 年以来，全球直接投资低迷态势有所好转。联合国贸发会数据显示，2024 年上半年，全球 FDI 规模为 8090 亿美元，较 2023 年半年均值增长 25%，但排除卢森堡、荷兰等避税天堂 FDI 流量后，规模仅增长 1%。其中，绿地投资额约 6640 亿美元，较 2023 年半年均值下降 4%，能源、化学和交通运输等领域投资额分别大幅下降 22%、26%和 30%。发展中国家 FDI 流入份额为 56.3%，较 2023 年有所下滑。制造业 FDI 流入份额继续上升至 45.2%（表 7）。从主要经济体看，2024 年上半年，美国 FDI 流入 1530 亿美元，较 2023 年下半年增长 30.7%，再投资收益留存与企业内部贷款增加是推动 FDI 流入主要因素。2024 年上半年，欧盟强化投资审查，FDI 表现疲弱，流入规模同比下降 4%，成员国引资能力明显分化，德国、法国 FDI 流入规模同比分别增长 8%和 16%，意大利、波兰外资流入明显减少。2024 年 1-9 月，流入墨西哥 FDI 规模 357 亿美元，同比增长 8.5%，主要流入制造业、建筑业、商业和运输业，美国、德国和西班牙是主要资金来源国。2024 年上半年，流入印度尼西亚和菲律宾 FDI 分别为 269 亿美元和 44.4 亿美元，主要流入制造业。2024 年 1-9 月，越南新批项目、增资项目和股权并购项目吸收外资超 247.8 亿美元，同比增长 11.6%，制造业、房地

产和批发零售业是主要流入行业，新加坡和中国香港是资金主要来源地。2024年1-8月，印度 FDI 流入规模同比减少 1.3%至 96.5 亿美元。2024 年 1-10 月，中国实际使用外资金额为 967.8 亿美元，同比下降 29.8%。

表 7：全球 FDI 流入规模及结构（亿美元，%）

		2010	2012	2014	2016	2018	2020	2022	2023	2024 H1
规模		13692	14591	13974	20193	13761	9846	13557	13318	8090
流入方式	绿地	70.5	65.8	47.7	47.7	54.6	54.3	63.2	77.0	78.7
	并购	29.5	34.2	37.5	52.3	45.4	45.7	36.8	23.0	21.3
流入产业	第一产业	12.0	7.9	7.1	8.2	4.7	3.5	8.0	4.6	3.5
	制造业	48.4	43.6	45.4	41.7	43.1	44.8	36.0	45.1	45.2
	服务业	39.6	48.5	47.6	50.1	52.2	51.7	56.0	50.2	51.4
流入区域	发达经济体	54.8	53.7	50.9	67.7	52.0	33.1	29.2	38.4	43.7
	发展中国家	45.2	46.3	49.1	32.3	48.0	66.9	70.8	61.6	56.3

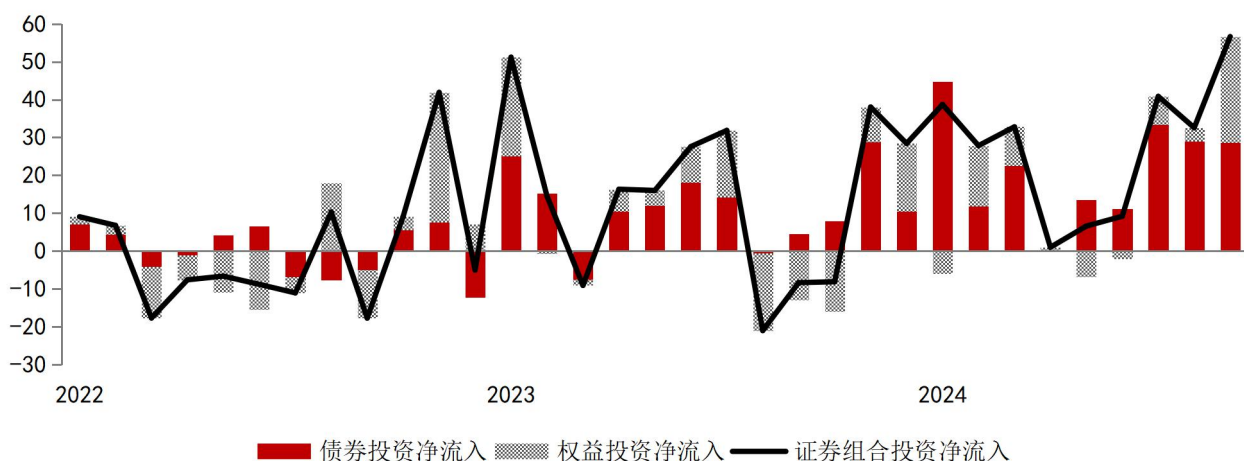
资料来源：联合国贸发会议, 中国银行研究院

展望 2025 年，FDI 面临的地缘政治风险加大，FDI 流入将呈现分化态势。从流向来看，特朗普上台可能加剧地缘政治因素对 FDI 的影响，其对内减税、对外加征关税的政策方向可能将推动国际资本回流美国，化石能源、科技等领域预计将成为投资重点。“中国+1”政策可能继续对中国 FDI 流入造成压力。欧盟经济动能不足，外资审查趋严提高投资壁垒，FDI 流入将延续疲弱态势。东盟国家有望继续在全球产业链调整中寻求机遇，2025 年 FDI 大概率延续较强增长势头。墨西哥面临特朗普外交政策调整影响，“美墨加协定”前景面临不确定性，这将对墨西哥 FDI 流入状况产生重要影响。发达经济体产业政策将吸引更多资金流向制造业领域。越南、马来西亚等东南亚国家加大对信息技术、新能源汽车等领域的减税、补贴力度，可能将吸引更多投资。绿色低碳发展作为全球共识，清洁能源、绿色技术、绿色经济配套基础设施等领域将成为 FDI 增长的重点领域。预计 2024 年全球 FDI 流入将呈现小幅增长态势，增速在 0-5%，2025 年全球 FDI 流入仍将延续低增长态势，增速预计在 0-5%，不同经济体 FDI 流入分化态势将更加明显。

## 2. 证券组合投资：全球不同区域表现分化，亚洲新兴市场保持投资吸引力

随着全球货币政策调整，2024 年跨境证券组合投资流向出现逆转。政策利率中枢下移，带动相关金融资产价格调整，跨境资本流动规模回升。根据 IMF 估计，2024 年全球国际收支中金融账户净额为 5101 亿美元，较 2023 年增长 65.5%。从流向来看，资金流入美国趋势显著放缓，2024 年前 8 个月美国国际资本净流入为 2693.8 亿美元，同比减少 55.6%，环比萎缩 26.9%。其中，官方资本净流入规模为 1833.8 亿美元，与 2023 年同期基本持平；私人投资更为敏感，2024 年前 8 个月净流入 860.0 亿美元，同比减少 81.1%。欧元区继续面临资本流出压力，2024 年前 8 个月证券组合投资净流出 1017.9 亿欧元，超过 2023 年全年 870.6 亿欧元水平。随着美日利差、汇差剧烈变动，日本证券组合投资由净流出转为净流入，前 9 个月净流入总额为 24.5 万亿日元。跨境资本进一步回流新兴市场，根据国际金融协会（IIF）统计，2024 年前 9 个月新兴市场证券组合投资净流入 2461.5 亿美元，同比增长 106.8%。

图 10：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

展望 2025 年，随着全球经济前景与降息路径分化，跨境资本流动将出现调整。在全球降息周期下，国际资金追逐收益，跨境证券投资规模有望延续扩张态势。考虑到资产普遍高估值、各方主体债务高企，特别是 2025 年宏观政经环境与政策不确定性加大，国际投资者情绪将更加敏感，局部可能引发资产抛售

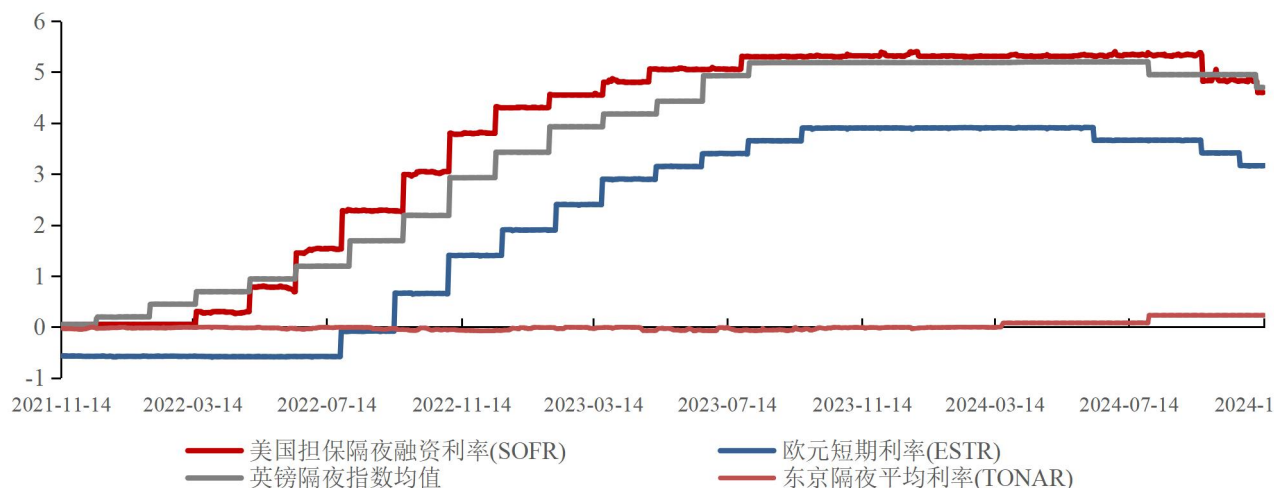
与去杠杆行为，跨境资本流动的短期性、波动性将进一步上升。特朗普交易提振风险偏好，中短期内权益投资流量增长，债券投资仓位面临调整。预计未来不同国家和地区资本流动表现将进一步分化。根据 IMF 预测，2025 年美国证券组合投资将净流入 3543 亿美元，同比萎缩 33.2%，远低于过去三年货币政策紧缩周期净流入均值水平（7058.7 亿美元）。但是，考虑到特朗普保护主义政策相对利好本国，避险情绪或将助推跨境资本阶段性大规模回流美国市场。欧元区继续面临资本净流出压力，但内部成员国分化程度有所收窄。其中，德国资本净流出规模或将由 2024 年的 1007 亿美元降至 452 亿美元，法国、意大利资本净流入规模分别从 315 亿美元和 573 亿美元回落至 15 亿美元和 452 亿美元。日本、英国将继续摆脱资本净流出压力，2025 年证券投资净流入规模分别同比增长 54.3% 和 4.0%，至 426 亿美元和 2024 亿美元。新兴市场证券组合投资净流入规模将总体呈现增长态势。亚洲证券投资吸引力保持相对强劲，预计 2025 年净流入 725 亿美元，约占新兴市场净流入总额的一半以上；受经济前景下行、地缘政治风险等因素影响，欧洲、拉美、中东非洲等新兴市场资本流动依然面临变数。

## **（二）货币市场：美欧货币市场利率与政策利率呈现同步下降态势，美元 SOFR 利率仍将维持相对高位**

2024 年全球货币市场利率走势出现分化。在主要经济体启动降息、放缓缩表的背景下，美国、欧元区、英国等货币市场利率与政策利率呈现同步下降的走势；日本央行逆势步入加息周期，日本货币市场利率跟随政策利率上行。截至 2024 年 11 月 14 日，美元 SOFR、欧元€STR、英镑 SONIA、日元 TONA 利率分别为 4.59%、3.16%、4.7%、0.23%，分别较 2023 年末下降 73 个基点、74 个基点、49 个基点以及上行 24 个基点。2024 年全球货币市场资金紧平衡，流动性事件频发。美元、欧元流动性水平降幅明显，分别较去年末下降约 0.9 万亿美元和 0.4 万亿欧元。受美元流动性结构性短缺的影响，美国共和第一银行等多

家中小银行出现倒闭，美元 SOFR 利率在季末等特殊时点多次飙升；日本货币市场出现波澜，日元套息交易的集中平仓引发短期流动性危机，全球股市经历震荡，为国际金融市场风险情绪带来冲击。

图 11：国际主要经济体货币市场利率走势（%）



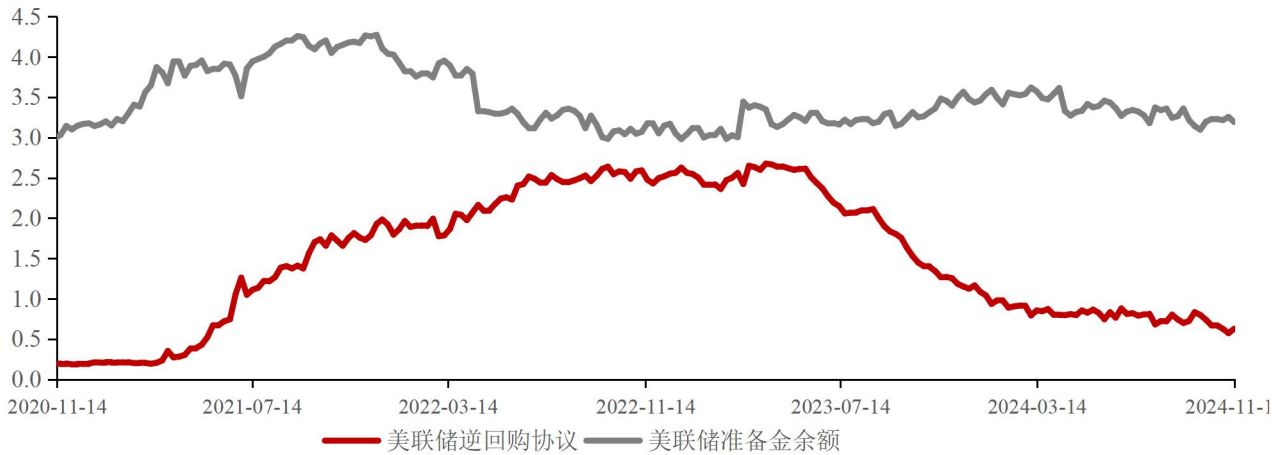
资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年，全球货币市场将呈现以下特征。

### 1. 美国准备金规模持续走降，货币市场流动性面临结构性压力

展望 2025 年，全球流动性中短期仍将保持下降趋势，美元流动性继续承压。从美国银行和非银机构流动性的变动趋势看，代表非银机构美元流动性的隔夜逆回购余额已降至较低水平，其流动性缓冲垫的功能受限，未来美元流动性的缩减将直接作用于美国银行体系。在美元流动性经历大幅缩减后，美联储准备余额的下降速度较为缓慢，未来或仍将以温和的速率持续走降，美国部分中小银行以及非银机构流动性恐将承压，面临局部风险点。未来若美联储调整缩表计划，美元流动性供给或趋于平稳，货币市场交易将保持活跃态势。美元 SOFR 利率预计仍将维持相对高位。根据 2024 年 11 月 14 日美国联邦利率期货交易的隐含利率测算，美联储政策利率在 2025 年全年的下降幅度将小于 70 基点，美元 SOFR 利率大概率将维持于 3.8% 水平的相对高位。

图 12：美国的银行与非银机构美元流动性走势（万亿美元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

## 2.美欧货币政策利差或将走扩，欧元面临跨境资金流出局面，欧洲国债回购市场或承压

展望 2025 年，欧央行降息幅度大概率将高于美联储，美欧间货币政策利差或将走扩。因欧洲通胀水平和就业市场等经济基本面大幅弱于美国，未来美欧央行的货币政策路径将出现分化，根据 2024 年 11 月 14 日欧元区隔夜指数掉期交易的隐含利率测算，欧元区政策利率在 2025 年全年将下降 150 个基点，美欧间货币政策利差或将走扩约 70 个基点，欧元跨境资金流出态势或将加剧。此外，欧洲国债回购市场或将承压，欧元区将在 2025 年继续加大财政刺激力度，欧洲国债供给有所增加，在欧洲地缘政治风险因素交织、欧债危机隐患仍存、欧元流动性下降的背景下，欧洲国债回购市场大概率将呈现债券供给充裕而资金相对紧张的态势，不排除在极端情况下出现“钱荒”局面。

### 专栏 4：美国金融危机监测分析

美国金融危机风险指标显示，2024 年美国金融市场整体风险比 2023 年略有下降，系统性风险较低。2024 年 1-11 月美国金融危机风险指标 (ROFCI) 月度平均值从 2023 年同期的 42 下降到 38，从不稳定区域进入安全区域，并且也低于历史水平 42.86。该指数全年在安全和不稳定区域边际小幅波动，没有明显涨跌趋势。2024 年美国金融市场整体维持相对稳定，风险因素相对温和。其主要原因包括：通胀及其预期下降，同时经济和就业

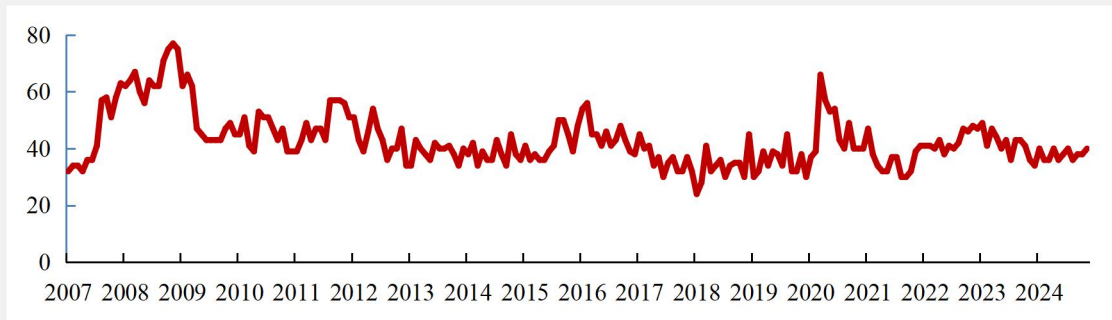


在货币政策紧缩环境下保持韧性，市场关于经济衰退的预期下降，关于经济实现软着陆的预期上升。而美联储减缓量化紧缩 QT 步伐，以及美联储在三季度开启降息周期进一步增强了市场信心，使宏观经济风险、信用风险、市场风险和流动性风险有所改善。

就全年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维持在历史水平以下，投资者信心稳定。非金融机构货币市场的风险在安全区域内小幅波动。银行间和货币市场，包括银行间拆借和回购市场在，上半年处于安全区域，但下半年出现波动，主要是回购市场流动性压力有所上升。但银行业存款与总资产的比值维持在安全区域；银行业准备金与总资产比值有所下降，但也仍然处于安全区域。银行业以违约距离表示的系统性风险在不稳定区域内小幅波动。银行股票指数从年初的 100 以下在四季度波动上升到 130 以上，投资者对银行业绩的信心改善。公司债券的信用风险利差在安全区域内波动。公司信贷的信用风险在不稳定区域和安全区域边界小幅波动。美元对主要货币的外汇市场风险在安全区域内小幅上升。此外，货币政策执行效果稳定。

**2025 年美国金融市场将延续整体稳定态势。**特别是，随着美国通胀缓解，美联储可能持续小幅降息，金融条件有可能进一步放松，有助于缓解金融市场整体压力。其中，商业房地产信用风险、银行业债券投资的损失有可能缓解，银行业净息差及银行业股指有可能上升。但是，金融市场仍然存在潜在脆弱性及风险因素，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持续快于预期收益，而股市波动性指数维持在历史低点，公司债券利差持续收窄并低于长期趋势水平。通胀压力仍然存在，美国国债发行持续增加等因素可能导致国债利率不随美联储降息而下降。美联储持续缩表银行业准备金继续减少，银行业及货币市场流动性压力或将攀升。2025 年 ROFCI 可能继续维持在不稳定和区域边缘波动。极端情况下，如果美国通胀大幅反弹，美联储暂缓降息，金融条件收紧，经济大幅下滑，各项风险则可能回升，金融稳定性将受到影响，ROFCI 可能在不稳定区域内上升。

美国金融危机风险指标（ROFCI）走势

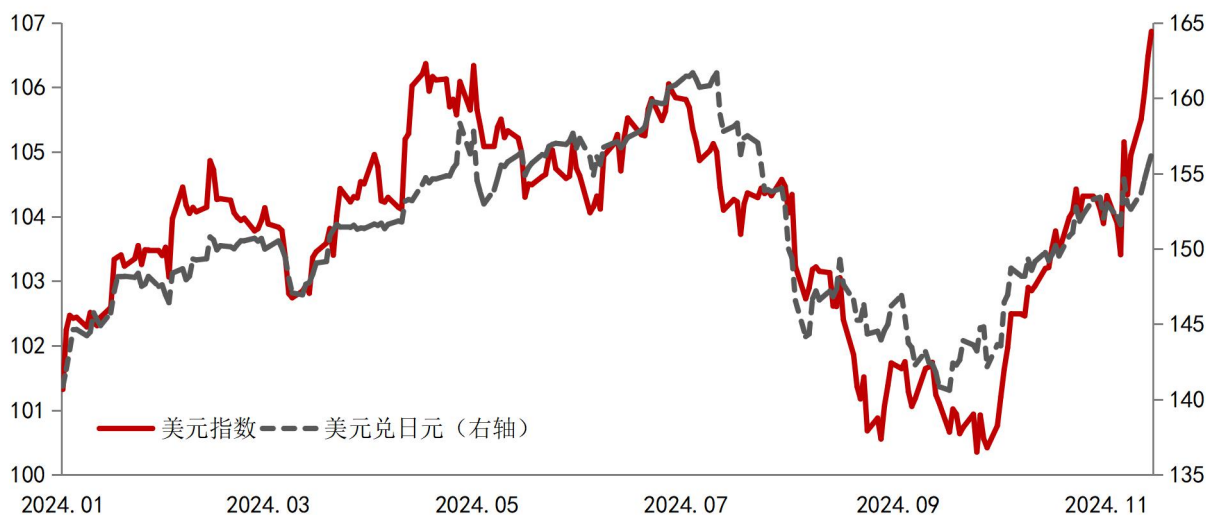


资料来源：Wind，中国银行研究院

### （三）汇率市场：美欧货币博弈加大，全球汇率波动性显著上升

**2024 年货币政策调整主导外汇市场走势。**随着美联储货币政策预期调整，美元汇率变化总体呈现升-降-升三个阶段。2024 年上半年美联储降息预期不断延后，美元指数波动上行至 106 水平；三季度美联储首轮超预期降息，叠加套息交易逆转，美元指数下探至 100；四季度以来，美联储降息路径再校准，特朗普交易盛行，推动美元指数再度走强至 106 以上，较年初升值 5.5%。随着欧美降息节奏分化，欧元兑美元汇率贬值 4.7%。日元兑美元汇率剧烈震荡，7 月初触顶 161 历史高位，日本政府年内数次采取外汇干预。随着美日货币政策收敛，日元汇率一度回落至 140 水平，随后再度贬值至 156.3，较年初下跌 9.8%。新兴市场货币在年中经历“血雨腥风”后，贬值压力略有缓解，但全年兑美元汇率仍呈下跌态势，黎巴嫩镑、埃塞俄比亚比尔、尼日利亚奈拉、埃及镑等货币跌幅居前，兑美元汇率贬值幅度超过 30%。

图 13：美元、日元汇率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年，全球外汇市场主要呈现以下特征。

#### 1.美元指数保持相对强势，欧美货币汇率接近平价

随着美联储步入降息通道，利率趋于下行，美元指数上行动能削弱，将呈

现回落态势。但是，在全球经济前景减弱、政策利率普遍下调、金融市场波动上升的背景下，美元仍将保持相对强势地位。特朗普政策将加大美债供给与再通胀压力，美元利率中期内或将触底回升，对美元指数形成一定支撑。随着美欧货币政策分化，欧元兑美元汇率贬值压力将逐步显现，阶段性可能接近平价。

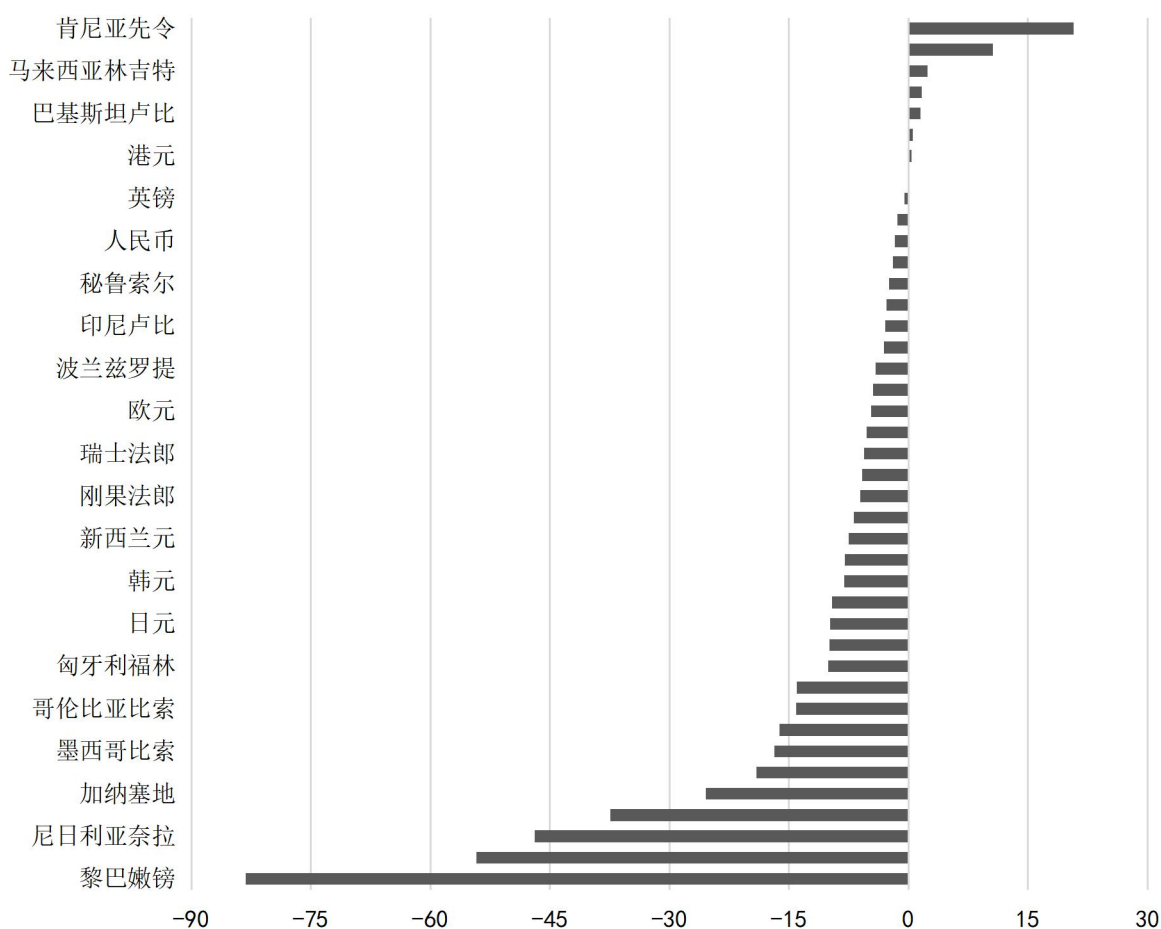
## 2. 亚洲货币整体保持坚挺，拉美、非洲货币依然面临考验

2025 年，亚洲经济展现韧性，复苏势头相对强劲，币值总体保持坚挺。随着日本央行延续加息，美日利差收窄，日元兑美元汇率将总体呈现温和升值态势。印尼卢比、韩元、马来西亚林吉特、越南盾等亚洲货币也将保持相对稳定。受美国关税调整等因素影响，墨西哥比索或将波动下行，阿根廷、哥伦比亚等拉美货币总体承压。埃及、尼日利亚、土耳其、南非等国货币汇率仍将低位徘徊。

## 3. 汇率波动率上升，部分货币汇率对冲成本增加

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) 将总体呈上升趋势。市场主体汇率与流动性风险管理需求上升，掉期、远期等外汇衍生品交易规模增加。俄罗斯卢布、土耳其里拉、阿根廷比索、南非兰特、墨西哥比索等货币 1 年期汇率隐含波动率超过 14%，黎巴嫩镑、阿根廷比索、尼日利亚奈拉等货币波动率处于高位，汇率对冲成本趋于上行。

图 14：主要货币兑美元汇率较 2024 年初变动 (%)



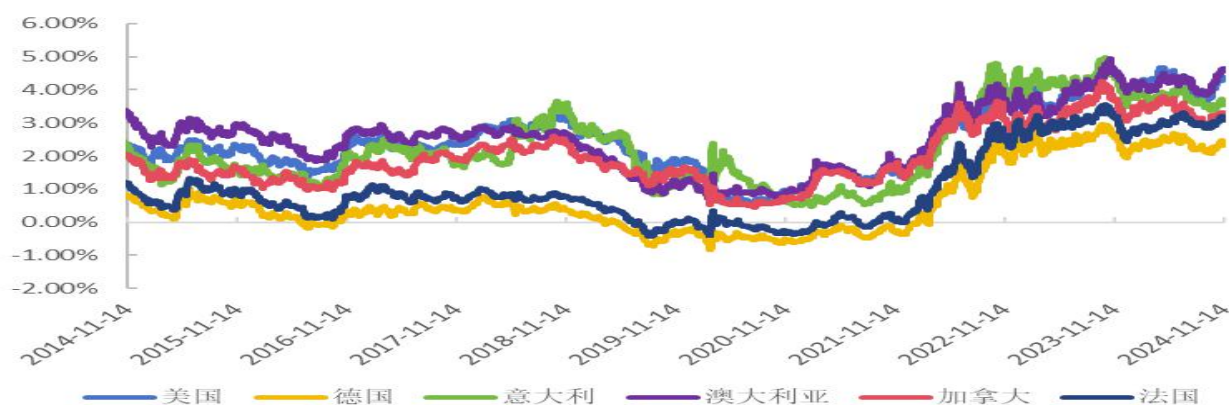
注：数据截至 2024 年 11 月 14 日

资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

#### （四）债券市场：主权债务风险累积，风险偏好提升金融脆弱性

2024 年高利率导致利息支出猛增，主要国际货币发行国国债融资规模增速较快，全球政府债务不断扩大。从市场走势看，全球货币政策整体由紧转松，上半年美国通胀和经济韧性导致美联储降息预期一再推迟，发达经济体国债收益率整体呈现波动上行趋势。三季度开始，随着美联储降息时点明朗，各国收益率开始缓慢下行。美联储超预期降息之后，多项乐观经济数据修正此前的衰退和降息预期，叠加美国总统大选的影响，美债收益率呈现强势反弹，英国和欧元区等国债券收益率同步收涨。

图 15：主要发达经济体 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年，全球债券市场将呈现以下特征。

### 1. 全球公共债务水平整体上升，债务困境拖累宏观经济前景

根据国际货币基金组织最新发布的《财政监测报告》，当前全球公共债务水平持续上升，预计到 2024 年底将超过 100 万亿美元，占全球 GDP 的 93%，到 2030 年将接近全球 GDP 的 100%。美国等主要国际货币发行国将进一步加大国债发行力度，根据美国财政部公布数据，2024 财年美国联邦政府财政赤字达到 1.833 万亿美元，为有纪录以来第三高，仅次于新冠疫情期间的 2020 财年和 2021 财年，10 月美国存量国债平均利率已在 3.3% 以上，付息压力持续提升。美联储主席在 11 月议息会议表示，现阶段财政赤字规模是可持续的，但赤字持续扩张的方向是不可持续的。从长期来看，美国政府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，市场可能面临长周期的供给压力，对美债收益率的影响更为显著。公共债务水平攀升对宏观经济稳定构成威胁，财政挑战依然严峻。部分低利率货币的融资功能将进一步凸显。

### 2. 宽松政策提升投资者风险偏好，金融脆弱性有所上升

2025 年投资者的风险偏好可能上升，叠加高波动市场行情，债务和杠杆等金融脆弱性问题或将不断累积。央行减持债券主要由各类投资基金、个人等对价格变化更敏感的投资者来承接，影响到债券市场的稳定性。此外，美国将债

务上限暂停至 2025 年 1 月 1 日，届时可先开启短期非常规措施过渡，一旦特别措施用尽、财政部手头现金耗尽，债券市场风险将有所增加。

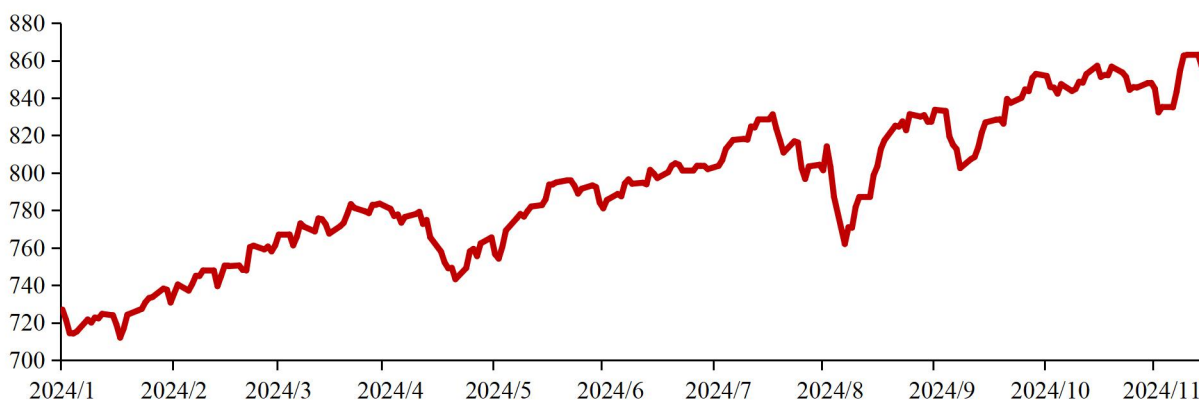
### 3. 日本债券收益率上涨可能继续吸引潜在投资者

日本新任首相以克服通货紧缩作为经济和财政管理的首要任务，曾主张逐步退出量化宽松政策，并公开支持日本央行推进货币政策正常化。考虑到在当前日本众议院中联合执政的自民党和公民党未获得过半席位，新首相未来执政或面临一定的不确定性并扩大预算压力，日债收益率上涨的可能性相对较大。这将进一步吸引潜在投资者购买，债券持有者结构可能面临持续变化。

### （五）股票市场：全球股市震荡加剧，新兴市场迎来发展机遇

2024 年全球股市在全球经济复苏以及美联储货币政策转向背景下持续上行，MSCI 全球指数从年初的 727.1 飙升至 11 月 14 日的 851.2，涨幅高达 17.1%。其中，发达市场领涨，MSCI 发达市场指数涨幅为 18.9%，MSCI 新兴市场指数涨幅为 6.8%。地缘政治冲突、经济增长不确定性以及全球货币政策分化等因素对全球股市造成冲击，尤其是 8 月初日本央行加息，美国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”，MSCI 全球指数从 8 月 1 日的 814.2 急速下挫至 8 月 5 日的 762.1，降幅达 5.1%。

图 16: MSCI 全球指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年，全球股市将呈现以下特征。

### 1.全球股市整体趋势向好，区域表现有所分化

从全球股市增长的驱动力来看，全球经济持续复苏与美联储开启降息周期，对全球股市上行提供支撑，地缘政治、美联储降息路径以及特朗普政策的不确定性加剧股市震荡。从区域表现来看，**美股短期内仍处于上行通道，但长期增长空间有限。**结合历次美联储降息周期来看，美股通常在美联储降息后软着陆情境下表现良好，叠加特朗普执政背景下宽松的财政政策有助于改善企业盈利，为美股提供支撑。特朗普政策的受益板块（金融股和小盘股）和受马斯克效应影响的科技股将得到提振。但考虑到美股整体估值水平偏高，纳斯达克指数市盈率逼近 50 倍，可能限制美股长期增长空间。**欧股上行动力不足，市场不确定性增加。**欧洲商会经济调查显示，虽然欧洲企业的信心水平比去年略有改善，但总体仍为负值，高昂的劳动力成本、技能短缺和日益加重的监管负担是主要担忧。自美国大选以来，欧洲股市表现明显逊于美国，未来走势一定程度受到特朗普征税计划对欧洲市场的影响。**新兴市场发展前景较好，投资偏好增加。**新兴经济体股市受全球经贸格局演变以及自身经济改革和发展政策的影响，保持较高的经济增长速度，有望获得较好投资机会。在经济基本面支撑下，相对较低的估值显示各市场有更大的上行空间。

**表 8：全球主要股指概览**

		收盘价(元)	市盈率(倍)	区间涨跌幅(%)
美国	道琼斯工业指数	43958.2	31.6	16.6
	纳斯达克指数	19230.7	49.2	28.1
	标普500	5985.4	29.9	25.5
欧洲	英国富时100	8030.3	15.6	3.8
	法国CAC40	7216.8		-4.3
	德国DAX	19003.1		13.4
亚洲	印度SENSEX30	77691.0	20.9	7.5
	恒生指数	19823.5	9.6	16.3
	日经225	38721.7	16.9	15.7
	上证指数	3439.3	15.0	15.6
	深证成指	11359.3	25.5	19.3
	韩国综合指数	2417.1		-9.0
其他	澳洲标普200	8224.0		8.3
	巴西IBOVESPA指数	127733.9		-4.8

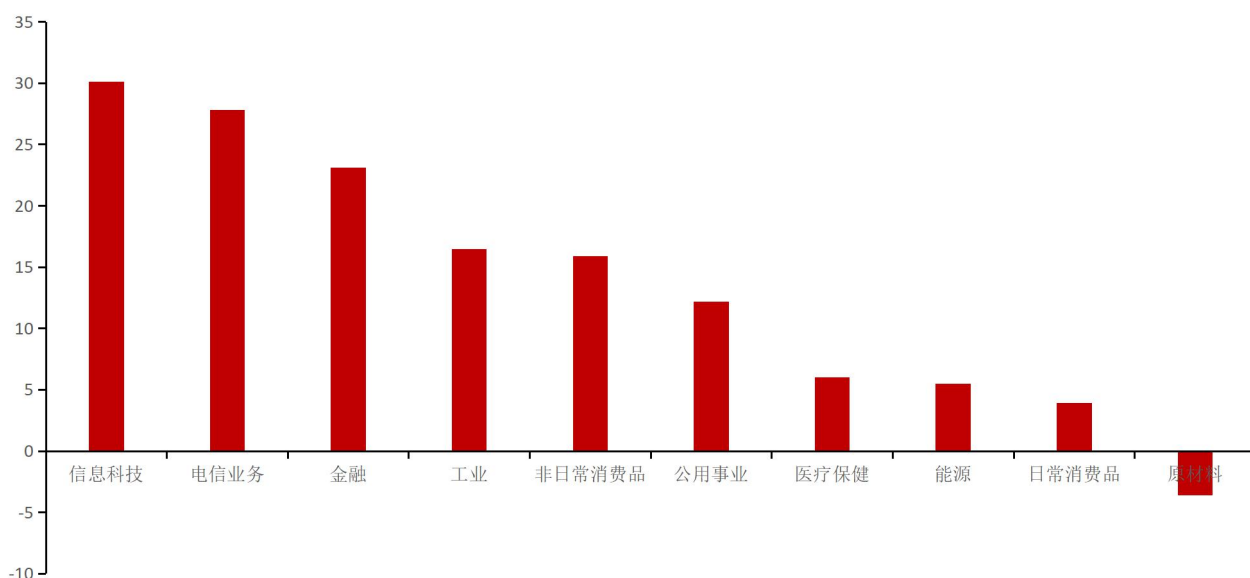
注：涨跌幅区间为 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 11 月 14 日，收盘价和市盈率为 2024 年 11 月 14 日

资料来源：Wind，中国银行研究院

## 2.科技与绿色板块仍是投资热潮，部分领域泡沫风险值得关注

科技创新和绿色转型将持续推动相关板块增长，尤其是人工智能、可再生能源等领域，继续成为全球股市中的亮点板块。未来需关注非科技企业能否大规模投资和运用新兴技术，推动实体经济增长。在科技股高估值的背景下，投资者将更为谨慎，寻找其他市场机会，这将利好相对估值处于历史低位的板块。

图 17：全球 MSCI 行业指数涨跌幅（%）



注：涨跌幅区间为 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 11 月 14 日

资料来源：Wind，中国银行研究院

### （六）大宗商品市场：全球大宗商品价格中枢下移，黄金价格仍存韧性

2024 年全球大宗商品价格先升后降，随后触底反弹，目前仍处于年内高位。RJ/CRB 商品价格指数从年初的 262.6 升至 5 月底的 300.2，随后进入下行通道，9 月中旬止跌并回升，11 月 13 日，RJ/CRB 商品价格指数反弹至 280.5。不同大宗商品价格走势分化，原油价格经历三轮下行周期，价格中枢持续下移，11 月 14 日布伦特原油和 WTI 原油期货结算价分别跌至 72.6 美元/桶和 68.7 美元/桶，分别较年初下降 4.3%和 2.4%。全球铜价较年初有所回升，边际改善迹象逐步显现，但市场情绪不稳定，下半年几乎回吐所有涨幅，勉强守住 9000 美元/吨关口。黄金价格经历较长时间强势增长后，11 月出现较大跌幅，11 月 13 日 COMEX



黄金期货收盘价为 2576.2 美元/盎司，较年内最高点下降 7.6%。

图 18: RJ/CRB 商品价格指数



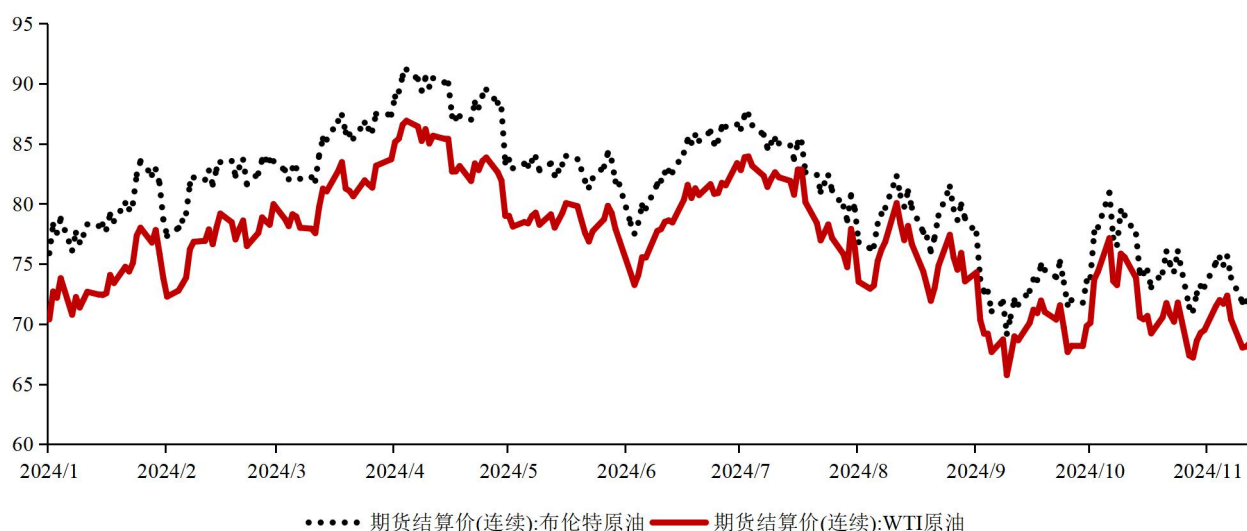
资料来源: Wind, 中国银行研究院

展望 2025，全球大宗商品市场将呈现以下特征。

### 1. 需求不足成为“主旋律”，国际油价持续承压

国际原油市场将面临市场需求低迷与库存充裕的双重压力。从需求端来看，全球经济复苏乏力，石油消费有所放缓。同时，全球新能源投资持续增长，新能源汽车的普及以及燃料替代品的竞争，使传统石油的需求面临挑战。从供给端来看，虽然欧佩克在 9 月宣布延长自愿减产计划，但由于成员国的减产执行情况不佳，整体减产效果有限。美国石油产量预期上升进一步加剧看跌情绪，限制油价的实质性反弹。地缘政治风险仍是导致原油市场价格波动的不确定性因素。如果未来冲突升级导致油气供应减少，价格或将出现阶段性反弹。

图 19：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.支撑黄金价格高位盘整的因素尚未改变，上行趋势仍将持续

美联储降息、地缘风险、央行购金仍是支撑黄金价格维持高位调整的主要因素。市场普遍认为，美联储货币政策调整放大美元的升值压力，黄金价格承压下行，短期内黄金价格或步入震荡波动期。在逆全球化以及地缘政治冲突背景下，市场不确定性高企，投资者避险情绪无法得到根本缓解。虽然全球央行总体黄金需求自高点有所回落，但仍保持积极增长态势，将对黄金价格高位盘整形成支撑。

图 20：COMEX 黄金期货收盘价（美元/盎司）

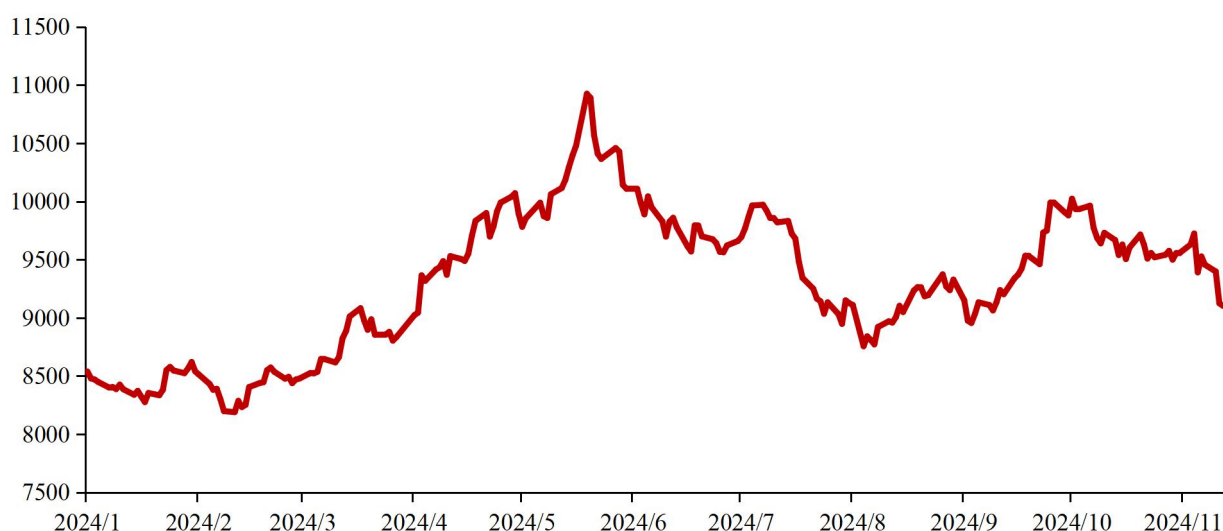


资料来源：Wind，中国银行研究院

### 3.全球铜市场供应偏紧，铜价维持震荡偏强态势

从需求端来看，全球“双碳”目标利好铜消费，电动汽车和可再生能源基础设施的激增需求为铜价提供支撑。同时，人工智能和国防领域对铜的需求快速增长。此外，美元融资环境改善，有望促进建筑、制造和耐用品等传统行业的铜消费需求。从供给端来看，全球铜矿增量主要来自已有的铜矿扩建项目，世界级铜矿新投产项目数量有限，且新投产项目难以带动铜矿增量。当前环境下，现有的铜价不足以支撑铜企进行大规模的资本开支，对远期供给产生影响。预计 2025 年全球铜市场仍维持供给紧平衡态势，铜价或围绕 10000 美元的关键点位徘徊。

图 21：LME 3 个月铜期货官方价（美元/吨）



资料来源：Wind，中国银行研究院

## 三、专题研究

### 专题一：特朗普主要政策主张及潜在影响

#### （一）特朗普主要政策主张

2024 年 11 月，美国共和党总统候选人唐纳德·特朗普以 312 票赢得总统大选，将当选美国第四十七任总统，也是美国历史上第二位非连任的第二任期总

统<sup>1</sup>。国会方面，共和党同时在参议院和众议院获得多数席位。“特朗普担任总统+共和党控制参众两院”的“共和党全胜”局面强化了特朗普主要政策推进的可能性。特朗普政策主张包括以下内容。

**推动关键产业回流。**特朗普主张使用激进的关税政策，希望通过推动美元贬值，达到促进制造业回流、降低贸易逆差的目标。特朗普认为中国、墨西哥和欧盟让美国贸易受损，可能对所有出口至美国商品无差别征收 10% 的基准关税，对中国加征 60% 或更高关税，对产自墨西哥的中国汽车加征 100% 关税。

**回归传统能源。**特朗普提出“使美国成为世界第一大石油和天然气生产国”、“实现能源独立”等目标，将加快发放石油、天然气勘探许可，增加本国原油供给。特朗普当选后将撤销《通胀削减法案》中未动用的资金并终止绿色新政，可能再度退出《巴黎协定》。

**明确在多领域放松监管。**共和党 2024 年竞选纲领多处提到未来将推动放松监管，涉及能源、加密货币、人工智能、住房、汽车行业、环保以及金融监管等领域（表 10）。

**表 10：共和党竞选纲领部分内容**

	竞选纲领内容
能源	放松美国能源生产限制，释放包括核能在内的能源生产，结束民主党绿色新政
加密货币	反对创建央行数字货币，结束民主党对加密货币的打击行为，维护挖掘比特币权利，确保每个美国公民有权自行保管其数字资产，并在不受政府监视和控制的情况下进行交易
人工智能	废除拜登政府阻碍人工智能创新行政令，支持以言论自由、人类繁荣为基础的人工智能发展
住房	削减推升住房成本的不必要监管措施，提高住房可得性
汽车	逆转对汽车行业不利的监管措施，拯救美国汽车行业
环境保护	结束《2022 通胀削减法案》中昂贵的补贴和税收减免，以减少对化石燃料的限制和增加经济自由度
	削减环境保护署（EPA）权力，减少（EPA）对汽车和工业排放的监管，放宽相关环境法规
金融和银行业	削减《多德—弗兰克法案》，放松对中小银行监管
	削减金融监管权力，减少对小规模投资者和借款人的保护，减少对企业筹集资金的审查

资料来源：共和党官网，中国银行研究院

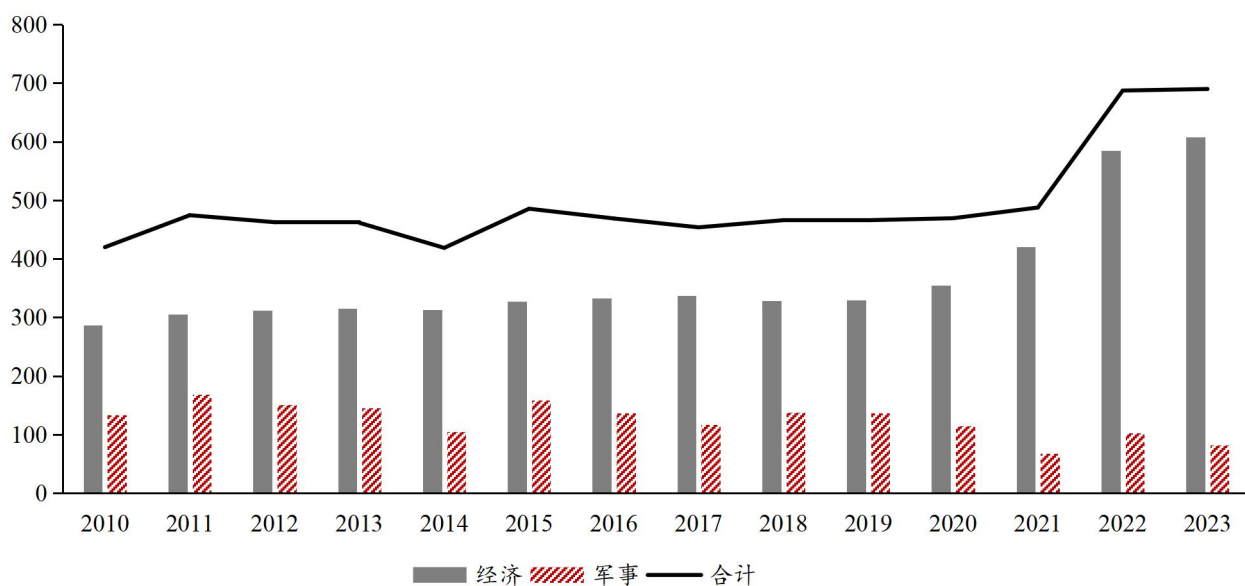
**实行大力度减税政策。**特朗普的财政政策集中于收入端，可能进一步将企业

<sup>1</sup> 第一任为十九世纪末克利夫兰总统，同样是败选后四年后再度当选。

所得税率从 21% 降至 20%，延长《减税和就业法案》（TCJA）<sup>1</sup> 个人所得税减免有效期，将 TCJA 中的遗产税减免永久化，减免消费税和社会福利保障税，调整跨国企业的税收制度。

**降低海外援助规模。** 特朗普上一任期对外经济和军事援助规模均缩小，2017—2020 年美国年平均对外援助支出规模为 463.7 亿美元，拜登任期 2021—2023 年则为 537.7 亿美元。特朗普在竞选期间表示，若当选将迅速停止俄乌冲突，要求北约其他成员更多履行其支付义务。相应地，其当选后将缩减对乌克兰的援助规模，若中东局势继续升级，甚至可能缩减对以色列援助规模。2022 年和 2023 年，美国对乌克兰援助规模分别为 111.8 亿美元、165.5 亿美元，占同期美国对外援助规模比重为 16.3%、24.0%（图 23）。2023 年至今，美国对以色列援助规模为 33.0 亿美元，占同期美国对外援助规模比重为 3.6%。

图 22：美国对外援助情况（亿美元）



资料来源：Foreign Assistance，中国银行研究院

<sup>1</sup> 2017 年 12 月，特朗普通过《减税和就业法案》。企业所得税方面，美国联邦企业所得税税率从 35% 降至 21%；对美国企业留存海外利润一次性征税，其中现金利润税率为 15.5%；推行“属地制”征税原则，美国企业海外利润只需在利润产生的国家交税，无需向美国政府交税。企业所得税税改内容永久有效。个人所得税方面，维持联邦个人所得税率 7 档不变，但下调大部分税率。个人所得税抵扣额翻倍。大部分个人所得税条款将于 2026 年 1 月到期。遗产税起征点翻倍，2025 年到期。下调酒类等部分商品消费税。

## （二）特朗普上台后相关政策潜在影响

**通胀压力上升。**2020—2024 年期间，美国人口增长中的 90%来自净移民增加，净移民增加主要来自“其他外国居民”人数的大幅提升，通常意义的非法移民就包含在该类别。移民的大量流入有效缓解了美国劳动力紧张问题，当前美国失业率在 4.0%左右，是历史较低水平。特朗普对待非法移民的严厉态度可能冲击劳动力市场，放大农业、建筑业和低端服务业等行业的劳动力供给缺口，引起“工资—物价”通胀螺旋。加征关税最终将转嫁至美国消费者，引发输入性通胀。根据 Sherman Robinson (2022) 研究，美国对所有贸易伙伴的关税提高 10%，将导致 CPI 增速上升 6.7 个百分点。继续大规模减税，企业和个人可支配收入增加，社会总需求上升，可能形成需求拉动型通胀。

**财政收支失衡加剧。**特朗普减税计划集中于个人所得税、社会保险税、企业所得税，这些是美国财政收入主要来源，2023 年占美国财政收入比重分别为 53.7%、30.3%、8.7%。关税占财政收入比重仅为 2.0%，提高关税难以弥补前述领域税收规模减少。根据负责任联邦预算委员会（CRFB）测算，特朗普全部经济政策主张落实，将在未来十年（2026-2035 财年）最高减税 11.9 万亿美元，使美国财政赤字规模增加 7.5 万亿美元。2024 年财年，美国财政赤字规模高达 1.8 万亿美元，是历史第三高记录。

**“弱美元”目标未必能达成，美联储降息进程可能延缓。**特朗普基本锁定胜局后，美元指数走强，至 11 月 19 日升至 106 的高位。特朗普就任后，全球政经“黑天鹅”事件可能增多，美元作为避险资产仍有投资需求。特朗普可能对不使用美元的国家加征 100%关税，进一步巩固美元作为全球货币的地位。特朗普系列政策可能造成美国通胀压力，美联储降息进程可能放缓，美元延续强势。当前，美国参众两院均由共和党掌控，国会更容易通过提高债务上限<sup>1</sup>方式维护美国政府信用。

<sup>1</sup>当前，美国政府债务规模较高，占 GDP 比重为 119.7%。

**全球地缘政治环境更趋复杂。**特朗普坚持“美国优先”原则，无差别关税将引发新一轮全球主要国家互相加征关税的“贸易战”，冲击全球贸易体系。特朗普不支持发展清洁能源将对全球气候治理和绿色投融资带来不利影响，可能退出《巴黎协定》等多边协议和多边组织等逆全球化行为将对国际治理体系产生冲击。不同于拜登政府擅于打造盟友圈子，特朗普执政后美国可能弱化同相关国家合作，与欧盟、日本、加拿大、韩国、墨西哥等经济体的利益分歧趋增、贸易投资联系趋弱。根据经济学人智库构建的特朗普风险指数（TRI）<sup>1</sup>，特朗普当选后美国政策方向的调整，将使美国盟友国面临更高风险。其中，墨西哥的风险最高，TRI 得分高达 71.4（表 11），主要体现在贸易和移民方面的风险。

**中美贸易壁垒增多，中国高科技领域可能被进一步针对。**特朗普对于中美关系的认知主要聚焦在经贸领域，执政后首先采取的举措可能包括取消中国的最惠国待遇、征收 60% 关税、对央企在墨西哥生产再向美国出口的电动车加征更高关税。中国商品进入美国、墨西哥等市场均可能受到更多干扰，中美直接贸易和间接贸易渠道均可能受阻。但若特朗普对欧盟、日韩加征关税，或将使这些经济体强化对华贸易联系。相比加征关税会增加美国居民生活成本，限制科技领域的投资和出口与民众生活关联度较低，政策阻碍小，相关政策承诺兑现率更高。特朗普第一个任期内，通过对华技术出口限制、投资限制等方式对中国进行科技封锁。预计新的任期内，美国将进一步加大对中国半导体、量子技术和人工智能领域的封锁，或将制裁范围进一步扩大至先进制造业、生物医疗技术等领域。

**俄乌冲突可能更快进入停战状态，中东局势可能维持动荡。**特朗普就任后，大概率将兑现承诺，用停止美国对乌克兰武器出口或者其他方式迫使乌克兰接受停火。特朗普是坚定的以色列支持者，竞选期间虽呼吁加沙停火，但态度并未如对俄乌冲突般明确，其对以色列支持可能使中东冲突局势进一步升级。黄金价格以及能源等大宗商品价格波动性上升。

<sup>1</sup> TRI 指数用于评估各国在特朗普再次当选总统后所面临的潜在风险。该指数使用量化指标来衡量美国 70 个最大贸易伙伴的整体风险敞口。整体风险敞口计算中高额关税与贸易壁垒、安全责任共担、边境和安全管控加强占指数比重分别为 40%、40%、20%。

**表 11：特朗普风险指数（TRI）排名前十大经济体**

	贸易	安全	移民	整体风险敞口
墨西哥	100	56.3	44.4	71.4
哥斯达黎加	33.8	100	27.8	59.1
德国	55.5	72.8	7.7	52.9
多明尼加共和国	29.0	56.7	91.4	52.6
巴拿马	13.1	100	27.7	50.8
中国	76.7	46.8	4.7	50.4
日本	53.8	65.3	8.0	49.2
萨尔瓦多	18.2	52.0	100	48.1
越南	64.4	39.8	27.0	47.1
洪都拉斯	26.7	51.7	72.4	45.8

资料来源：EIU，中国银行研究院

### 专题二：中央清算化对美债市场流动性和基准利率的影响

中央清算制度是缓释金融市场各类风险的重要制度安排。中央对手方（清算所）介入金融合约交易的对手方之间，成为买方的卖方、卖方的买方，从而使合约买卖双方的对手都被替换成清算所。未来美国证券交易委员会（SEC）扩大美国国债市场中央清算的新规施行，将对美债市场流动性、运行效率以及美元基准利率 SOFR 形成机制带来重要影响。

当前中央清算在美国国债市场的应用比重相对有限。2008 年雷曼兄弟破产时，伦敦清算所（LCH）、芝加哥商业交易所（CME）、全美证券托管清算公司（DTCC）等中央清算机构成功完成了相关交易清算，使得中央对手方在金融市场的地位得到显著提高。美国、欧盟分别于 2010 年和 2012 年颁布了《多德-弗兰克法案》和《欧洲市场基础设施法案》，对主流货币的利率互换、信用违约互换等场外衍生产品实施强制中央清算。当前，中央清算程度最高的为场外利率衍生品市场。1986 年美国国债市场开始引入中央清算机制，当前美国国债现货市场（Cash Market）的中央清算比例不足 20%；以国债为抵押的回购和逆回购市场（Repo Market，简称国债回购市场）的中央清算比例约在 20%-30% 之间，并呈现持续增长态势。



中央清算新规一定程度提升美国国债回购市场流动性。美国国债作为全球流动性最好的投资品种，近年来多次面临流动性危机。为提高国债市场的效率、竞争力和弹性，2023年12月美国证券交易委员会对国债市场的中央清算颁布了新的要求，FICC（Fixed Income Clearing Corporation）<sup>1</sup>净额结算会员和其他参与者之间的大部分二级市场国债买卖、以国债为抵押的回购和逆回购交易将分别在2025年12月31日、2026年6月30日之后执行中央清算。当前，FICC还在制定具体的细则，最终的规则仍需进一步确定。中央清算冲销机制可以使金融机构和清算所之间的债务相互抵消，从而减少需要结算的交易数量或金额，对于在市场中充当中介角色从而持有大量背对背头寸的交易商而言，可释放一定的资产负债表空间，降低其达到补充杠杆率（SLR）和加强补充杠杆率（eSLR）指标的困难。在现行会计制度下，交易商的金额和期限相同且方向相反的非中央清算国债现货交易可实现“自然冲销”，因此此次中央清算新规对交易商流动性供给的影响主要发生在国债回购市场。经美联储测算，新规对6家全球系统性银行eSLR平均提升约0.1%，约为eSLR季度变动标准差的50%<sup>2</sup>。

中央清算新规有助于提高国债市场运行效率并降低风险。主要体现在以下几个方面：第一，提高交易对手风险及其风险管理的透明度。第二，冲销和保证金机制可以降低交易对手信用风险和流动性风险，不仅提高交易商的做市能力，还有助于管理非银机构的杠杆风险。Hempel等（2023）的研究表明，当前非中央清算双边回购市场上超过70%交易的押品没有折扣率（Haircut），即没有预存保证金，从而放大对冲基金（该市场的主要参与方）等的加杠杆行为。第三，在市场压力时扩大并稳定流动性的供应。第四，在回购市场上，交易商可能将一些期限交易转为隔夜交易，并利用中央清算所提供的便利性进行冲销。

与此同时，也需关注中央清算化带来的潜在成本：第一，一旦清算所受到各类干扰而瘫痪，存在引发严重流动性危机的可能性。第二，在市场压力时期，

<sup>1</sup> 美国国债交易的中央对手方 CCP。

<sup>2</sup> 2015至2023年数据。

政府为中央对手方担保会产生其他相关成本。第三，参与中央清算交易需要交易双方向 FICC 支付费用，并可能需要为交易提供额外的保证金。

中央清算化将改变回购市场价格分布结构，对基准利率带来潜在影响。FICC 为中央对手方的券款兑付国债回购交易（DVP 交易）<sup>1</sup>参与美元基准利率 SOFR 的形成。DVP 交易中一定比例为以融券为主的交易，债券融入方（资金融出方）往往向交易对手收取更为低廉的利率。为了消除“特殊交易”对 SOFR 的影响，利率低于 25% 百分位的回购交易每日将从 DVP 交易中剔除。近年来，随着中央清算回购交易量的扩大，DVP 交易集中在 25% 分位数利率附近<sup>2</sup>，造成 DVP 交易量大幅波动，从而在一定程度上影响 SOFR 的稳定性。纽约联储已对 SOFR 提出算法调整建议，对 DVP 交易的剔除比例由 25% 降至 20% 并剔除其中的关联交易，大概率将于 2025 年一季度投入运行。上述的中央清算新规可能会加速 DVP 市场的变化，不排除 SOFR 取值规则在未来可能根据实际情况继续调整。

<sup>1</sup> “券款对付”，即 DVP (Delivery Versus Payment) 结算，是指债券交易达成后，在双方指定的结算日，债券和资金同步进行相对交收并互为交割条件的一种结算方式。

<sup>2</sup> 原因可能在于中央清算机制降低了交易对手的信用风险和流动性风险，并提高了交易的透明度，伴随着双边回购交易从非中央清算转为中央清算，DVP 回购市场将更多分布在相对低的利率位置。

---

## 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