

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%¹，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。

¹ 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（%）

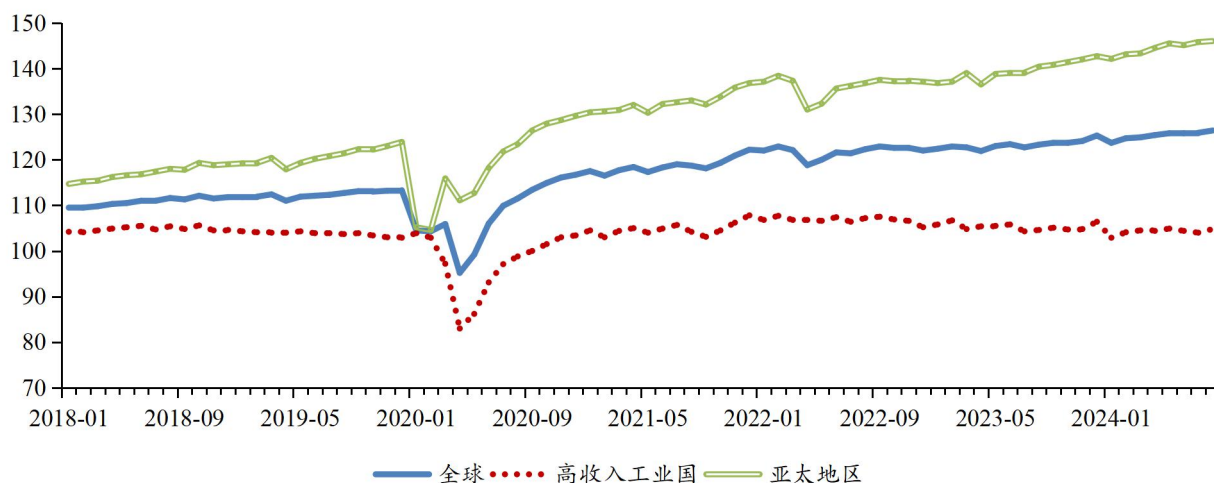
	2022 年不变价居民消费占全球份额	2023 增速	2024 年零售销售额/指数同比增速				2024 年 1-9 月均值较 2023 年增速变动
			Q1 平均增速	Q2 平均增速 (%)	Q3 平均增速 (%)	1-9 月均值	
美国	19.9	3.7	2.0	2.4	2.3	2.2	-1.4
中国	12.8	7.8	4.3	2.7	2.7	3.1	-4.7
欧元区	11.1	-1.9	-0.2	0.1	1.8	0.6	2.5
日本	3.2	5.7	2.6	2.9	2.1	2.5	-3.1
巴西	2.6	1.7	5.9	4.7	4.0	4.9	3.1
印尼	2.4	1.5	5.6	0.7	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¹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

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。

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
	全球	2.7	2.7	2.6	-0.1	6.9	4.3	3.2	-1.3
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

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¹，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²，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³，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%。

¹ 美国 2024 财年由 2023 年 10 月至 2024 年 9 月。

² 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。

³ 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
财政收入	34212	40471	48974	44393	49187
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%
财政支出	65536	68225	62733	61345	67516
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%
利息净额	5.3%	5.2%	7.6%	10.7%	13.1%

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。

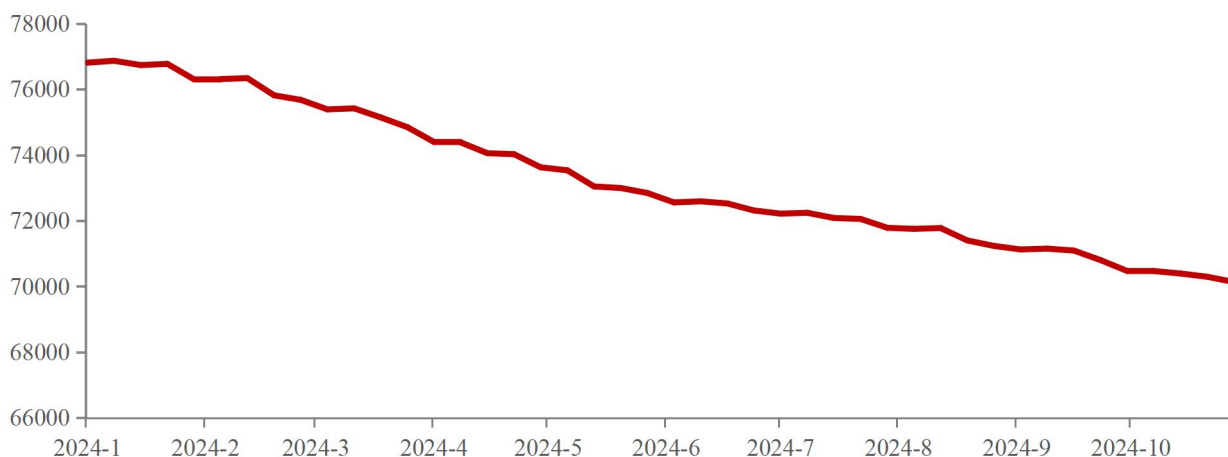
（五）全球货币政策：欧美央行货币政策步入降息周期，日本央行货币政策趋于正常化，仍具备一定升息空间

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。

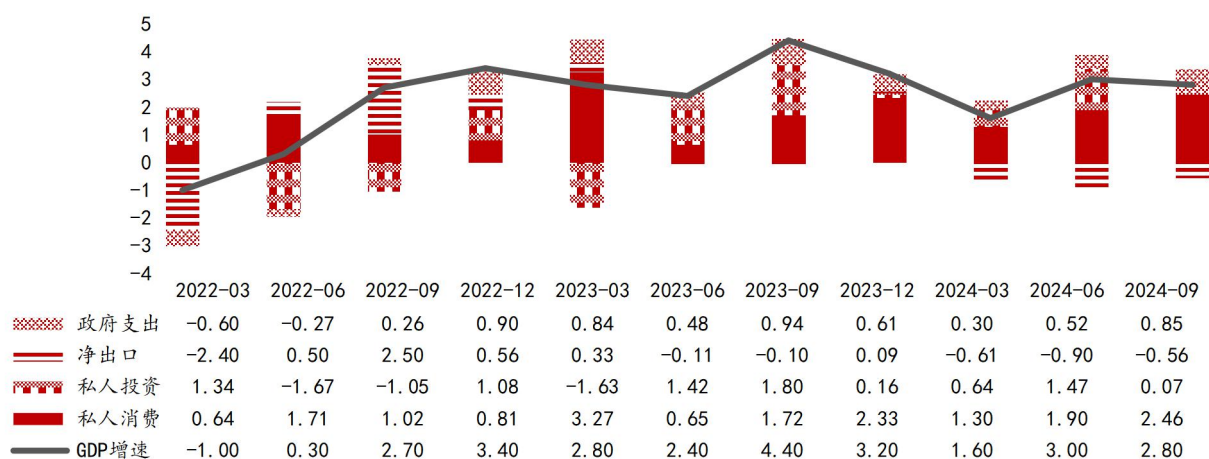
（六）重点国别/地区经济形势研判

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 (%)

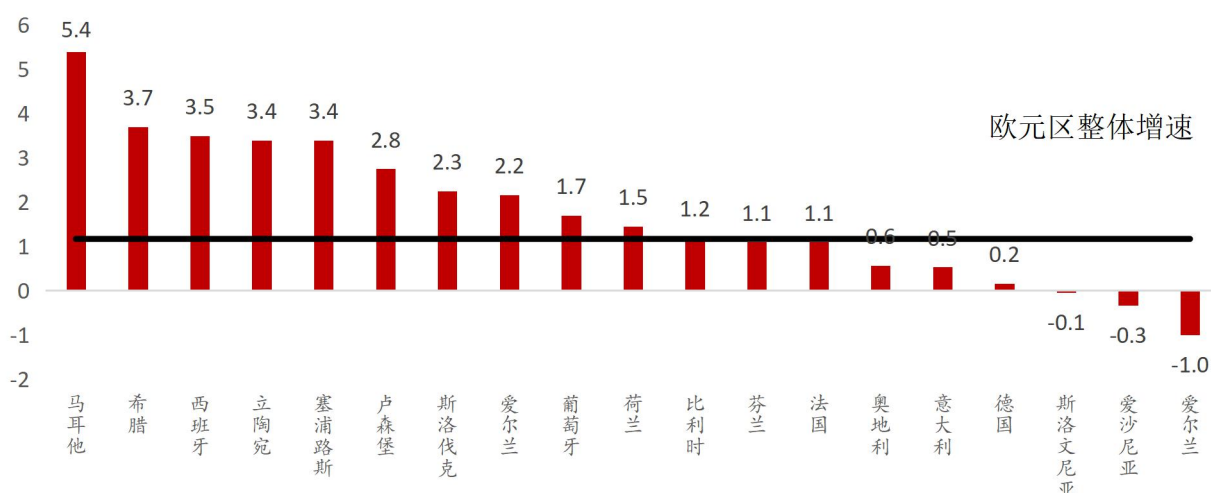


资料来源：Wind，ECB，中国银行研究院

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

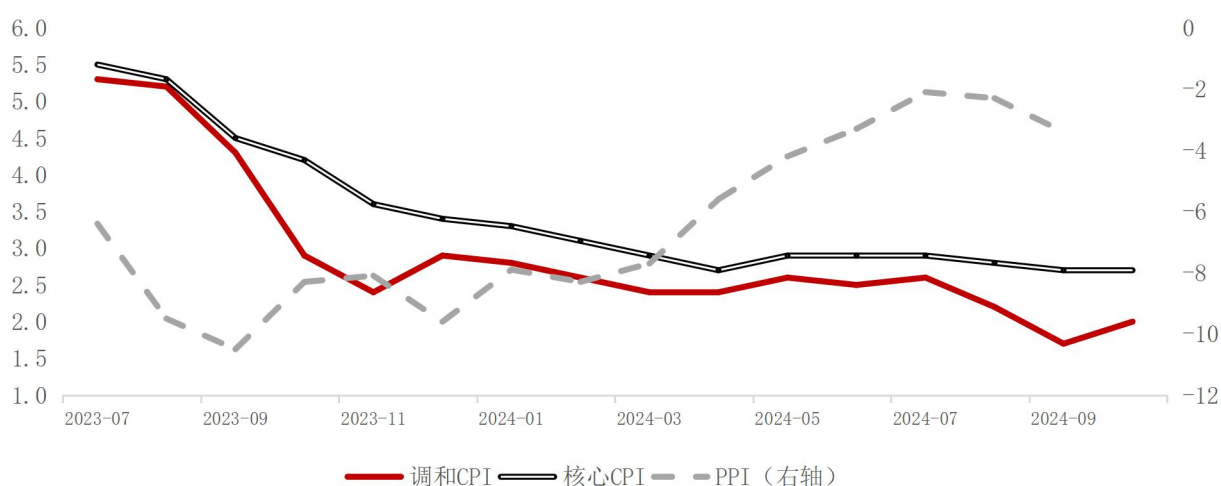
资料来源：Wind，中国银行研究院

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。

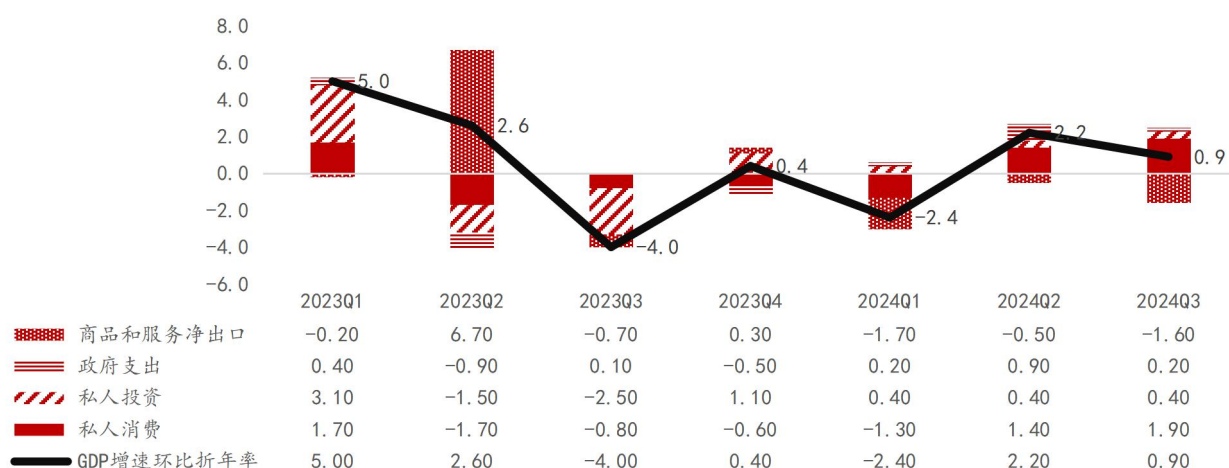
3.日本：经济复苏不及预期，政局动荡带来不确定性

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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/055210123324012010>