

全球宏观经济季度报告

总览：2023 年冬季全球宏观经济运行与分析

撰稿人 张 斌 肖立晟 杨子荣
陆 婷 周学智 徐奇渊
杨盼盼 倪淑慧 吴立元
常殊昱 栾 稀 陈 博
周伊敏 崔晓敏 熊婉婷

《全球宏观经济季度报告》由中国社会科学院世界经济与政治研究所、中国社会科学院国家全球战略智库全球宏观经济研究室为您提供。

中国社会科学院世界经济与政治研究所 中国社会科学院国家全球战略智库
全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张 斌		姚枝仲	
团队成员	肖立晟	国际金融	曹永福	美国经济
	杨子荣	美国经济	陆 婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	周学智	日本经济
	熊爱宗	金砖国家	吴立元	金砖国家
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	常殊昱	国际金融	栾 稀	国际金融
	李远芳	国际金融	陈 博	大宗商品
	顾 弦	大宗商品	云 璐	大宗商品
	周伊敏	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	宏观经济
	夏广涛	外汇储备	王思琪	科研助理

联系人：王思琪 邮箱：iwepceem@163.com 电话：(86)10-85195775

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1543 房间（邮政编码：100732）

免责声明：

版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所、中国社会科学院国家全球战略智库全球宏观经济研究组所有，未经本研究组许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，本研究组保留法律追责权。

2023 年第 4 季度中国外部经济环境总览

——2023 年冬季全球宏观经济运行与分析

4 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数季度低于荣枯线。美国经济增长减速，欧洲经济复苏进程堪忧，日本经济不温不火、仍需增强。印度经济继续稳健增长，巴西经济缓慢复苏，南非陷入负增长，俄罗斯经济延续短期韧性。东盟六国和韩国在 2023 年下半年经济景气程度触底回调，东盟六国中除泰国外的五国经济体增长较上年有所放缓。

4 季度，美国经济增速放缓，预计显著低于 3 季度，但仍可能继续高于潜在增速水平，增长动能仍然强劲。美国制造业 PMI 持续萎缩，非制造业 PMI 继续扩张，个人收入与支出增速稳中趋降。美国金融市场情绪乐观，美债收益率曲线倒挂幅度收窄，美元指数深度下跌，美股全面大幅反弹。美联储在 12 月议息会议继续暂停加息，本轮加息周期大概率已结束。

4 季度，欧元区综合 PMI 继续在低位徘徊，制造业 PMI 连续 18 个月位于荣枯线以下，服务业 PMI 也连续两个季度处于收缩区间。受区内通胀水平回落的影响，区内消费者和投资者信心边际回暖，但在高利率环境下，居民消费支出和企业投资整体仍较为低迷。同时，随着各国政府能源补贴政策退出，以及红海危机等地缘政治风险的上升，欧元区通胀在年底又有所抬头，致使欧洲央行逆转加息周期的可能性显著下降。

4 季度，2023 年 4 季度大宗商品价格基本持平，品种之间出现分化。由于需求疲弱、美国供给超预期，油价波动下行。金属价格分化：铜和铁矿石因中国经济政策预期、美元加息周期结束前景以及补库存因素而出现上涨。铝价受西方市场需求不振和供给端扰动的影响出现宽幅波动。国际农产品价格较上一季度下跌，天气因素影响减弱，主产国产量增长和饲料需求不足带动价格下行。

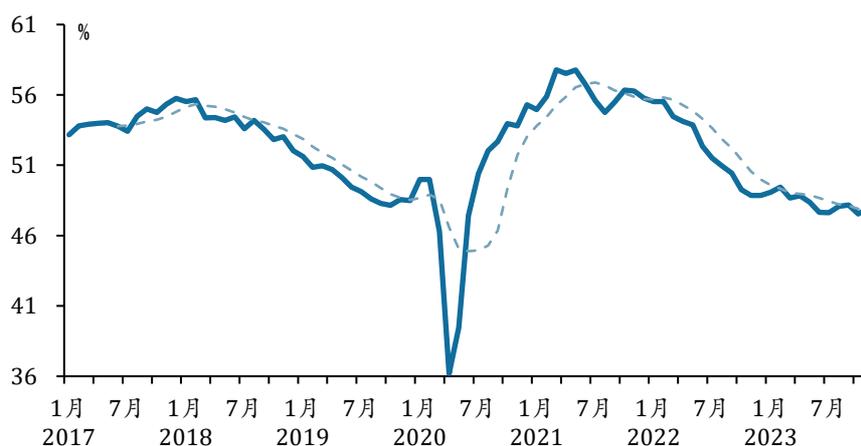
4 季度，美联储和欧央行均暂缓加息。美元退出升值通道、转为贬值，其他主要经济体货币较美元升值。全球股市表现较好，发达经济体股市普遍上涨，MSCI 发达经济体股票市场上涨 9.5%。标普 500 上涨 11.24%。主要新兴经济体中，印度、巴西股市均有较佳表现，上证综指下跌。主要央行均按兵不动，货币市场利率波动不大。

2023 年全球经济在复苏的道路上坎坷前行。世界经济增速分化明显，在低基数作用下，中国进、出口增速明显好转。预计 2024 年中国出口将呈现小幅正增长，外需仍然是制约全球和我国贸易增长前景的主要因素。

一、 全球经济增长持续放缓

2023 年 4 季度，中国外部经济综合 CEEM-PMI 指数¹继续低于荣枯线。美国经济强劲增长，欧洲经济停滞风险上升，日本经济恢复力度边际衰减。印度经济延续稳健增长，巴西经济恢复速度略有提升，南非电力危机缓解，俄罗斯经济重回正增长。东盟整体制造业 PMI 在荣枯线之上，区内前沿经济体景气回升，韩国制造业 PMI 也开始回升。

图表 1 中国外部经济综合 CEEM - PMI



数据来源：CEIC，世界经济预测与政策模拟实验室。

美国制造业 PMI 持续萎缩，非制造业 PMI 继续扩张。10-12 月美国制造业 ISM 编撰的 PMI 分别为 46.7、46.7 和 47.4，连续 14 个月处于 50 荣枯线以下，且低于 3 季度的均值 47.7；非制造业 PMI 分别为 51.8、52.7 和 50.6，连续 12 个月处于 50 荣枯线之上，但低于 3 季度的均值 53.6。美国制造业 PMI，创下互联网泡沫危机以来、最近二十年最长萎缩周期。美国非制造业 PMI 持续处于扩张区间，支撑美国经济增长。

美国个人收入与支出增速稳中趋降。10 月至 11 月美国个人收入同比增速分别为 4.3% 和 4.6%，美国个人消费支出同比增速分别为 5.0% 和 5.4%，个人收入与消费支出的增速稳中趋降。收入增速已接近疫情前水平，支出增速仍高于疫情前水平。10 月至 11 月，美国零售销售额分别环比增长-0.2% 和 0.3%，核心零售销售额分别环比增长 0.0% 和 0.2%，皆低于 3 季度水平。2023 年 12 月，美国失业率环比持平在 3.7%，劳动参与率环比下降 0.3 个百分点至 62.5%。。整体来看，

¹ 自 2022 年 1 月起，CEEM-PMI 指数中增加东盟 PMI，各经济体按照 2021 年贸易权重加权。为保持数据来源的一致性，各国 PMI 数据均来自 CEIC 数据库。

美国劳动力市场依然紧张，但紧张程度有所放缓，且非农数据可能“夸大”了美国劳动力市场的强劲程度。

美国金融市场情绪乐观。美债收益率曲线倒挂幅度收窄。2023 年美国 10 年期和 2 年期美债收益率倒挂程度最大时超过 100 个 bp，创下近四十年来最大值。截至 2023 年底，美国 10 年期和 2 年期美债收益率倒挂幅度收窄至 40 个 bp 左右。2023 年 4 季度，美元指数下跌了 4.5%，从 106.2 下跌至 101.4，4 季度，美元指数下跌主要源于市场对美联储降息的预期。由于经济基本面比较强劲，同时美联储停止加息、降息预期渐浓，4 季度，美股全面大幅反弹。道琼斯工业指数、标准普尔 500 指数、纳斯达克指数分别上涨 12.5%、11.2%和 13.6%。美联储 12 月议息会议声明，宣布暂停加息，即维持联邦基金利率在 5.25%-5.5%目标区间，符合 9 月会议后的市场主流预期。

欧洲 PMI 持续低于荣枯线。综合 PMI 继续在低位徘徊，季度均值为 47.2，较第三季度 47.5 的季度均值进一步下行，表明该地区整体经济活动仍处于萎缩状态。制造业 PMI 连续 18 个月位于荣枯线以下，均值为 43.9，虽然好于上一季度的 43.2，但仍处于较低水平，服务业 PMI 均值为 48.4，较第三季度的 49.2 进一步下滑，连续两个季度处于收缩区间。

欧元区通胀水平再度回升。2023 年 12 月份欧元区消费者调和价格指数（HICP）同比增长 2.9%，较 11 月的 2.4%上升了 0.5 个百分点，是连续七个月下降后的首次回升。各国政府能源补贴措施的逐步退出被认为是此次通胀回升的主要推动力。食品、酒精和烟草价格上涨幅度最大，同比上行了 6.1%，但与 11 月 6.9%的增速相比有所放缓。其次是服务价格，同比增长 4.0%，与前一个月持平。12 月能源价格同比下降 6.7%，与 11 月的-11.5%相比，能源价格放缓速度显著下降。剔除了波动较大的食品和能源价格后，欧元区核心 HICP 同比增速仍处于下行通道，12 月录得 3.4%，低于 11 月的 3.6%，达到 21 个月来的最低水平。

欧元区整体失业率稳定，青年失业率抬头。2023 年 10 月欧元区 20 国经季节性调整后的失业率为 6.5%，连续第三个月保持在该水平，较 2022 年同期下降了 0.1 个百分点。2023 年 10 月欧元区 20 国青年失业率为 14.9%，较前一个月 14.6%上升了 0.3 个百分点，连续第三个月上行。10 月欧元区青年失业人数为 238 万，比前一个月增加了 4.4 万人，较 2022 年同期增加了 13.2 万人。

欧元区消费者信心回暖，企业投资处于低位。2023 年 4 季度欧元区消费者信心小幅回暖，由 10 月的-17.8 逐月回升至 12 月的-15.1，与 7 月持平，为年内最高水平，高于此前市场预期的-16.1。尽管欧元区消费者信心正在边际回暖，但改善力度较弱，欧元区居民消费增长或仍将承受一定压力。2023 年 3 季度，欧元区固定资本投资同比下降 0.7%，环比则与前一季度持平。

欧洲央行对降息持审慎态度。2023 年 12 月 14 日，欧洲中央银行召开货币政策会议，决定把主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别维持在 4.50%、4.75%和 4.00%。欧洲央行当天还公布了欧元区通胀率和经济增长最新预测，预计欧元区 2023 年、2024 年和 2025 年通胀率分别为 5.4%、2.7%和 2.1%。鉴于欧元区前景趋弱，欧洲央行将今年的经济增长预测从 0.7%下调至 0.6%，将明年的增长预测从 1%下调至 0.8%。

日本经济继续恢复，整体依然保持不温不火状态，但力度显得较弱。10 月和 11 月，日本制造业 PMI 分别为 48.7 和 48.3，继续低于荣枯线，两个月的均值为 48.5，重心继续下移。前三个季度日本制造业 PMI 分别为 48.6、50.1 和 49.2，第四季度均值低于第三季度和第二季度水平。日本服务业同样表现出边际转弱的态势。10 月到 12 月，日本服务业 PMI 分别为 51.6、50.8 和 52.0，虽然继续位于荣枯线之上，但较前三个季度而言已经显出弱势。从制造业 PMI 和服务业 PMI 的走势来看，2023 年日本经济在四个季度中呈现出相对低开、阶段走高、中幅回落以及显著下跌四个阶段。

日本消费继续较弱。2023 年日本消费整体表现萎靡。4 季度，日本消费金额的实际同比增速依然为负，为-2.5%。这一跌幅较第三季度-3.4%的增速有所好转，但依然难言乐观。10 月消费的实际同比增速有所回升，主要在于日本的通胀同比增速开始出现一定回落。10 月份日本家庭在食品方面的消费名义增速达到 3.8%，但是实际增速则为-4.4%，食品价格上涨对日本百姓生活日常生活的的影响十分显著。其他一些项目也出现同样负增长的情况。主要包含“礼金”、“交际费”等的“其他消费支出”项目金额同比减少，体现出日本民众进行支出时更加务实，也从侧面反映出对生活条件的担忧。

日本货币政策维持不变。2023 年 12 月 7 日，日本银行行长植田和男在日本国会做了《货币及金融调节相关的报告》，认为日本经济目前正处在稳步恢复的

过程中，尽管私人部门消费依然面对压力，但投资、出口显著好转。此外，日本的通胀问题目前也得到较为有效的治理，预计 2024 年和 2025 年，日本的通胀水平将向 2.0% 的水平缓缓靠近。在 2023 年 12 月 18 日和 19 日召开的日本央行金融政策会议的决定中，并没有对此前日本银行的货币金融政策进行改变。

日本股市和汇市相对强势。4 季度，日经 225 指数显著上涨。9 月最后一个交易日，日经 225 收盘于 31857.62 点，12 月最后一个交易，收于 33464.17 点，涨幅为 5.04%。日经 225 的强势与全球市场走势基本一致。加之日本货币政策没有根本性的调整，所以日本股市依旧惯性上涨。日元兑美元汇率在 4 季度呈现出明显的上升，主要是美国国债收益率下跌，美元弱势所致。此外，市场对日本银行货币政策转变的预期，也是日元走强的部分原因。但相较于其他货币而言，日元仍处于相对弱势。

东盟六国中除泰国外的五国增长较上年有所放缓，泰国的经济增长与上年基本持平。除泰国外五国经济在 2022 年的增速较高，而 2023 年部分因为基期效应，部分因为宏观经济政策的收紧，导致增速下降；其次，外部需求疲软——尤其是美欧等发达经济体增长放缓对区域内大多数国家的出口产生不利影响。泰国通货膨胀压力下行和家庭收入提高，对私人消费和企业投资形成较好支撑，提升其增长预期，同时旅游业与制造业均有所恢复。

东盟区内通货膨胀有所缓解。2023 年，全球通货膨胀水平下行，亚太地区通胀压力也有所缓解。预计 2023 年区内所有经济体的通胀水平低于世界平均水平（6.4%）；比较 2023 年和 2002 年的通胀水平，除越南和菲律宾外，区内其他国家通胀水平均有所下降，泰国的下降幅度最大，超过世界平均下降幅度。区内国家通货膨胀水平下行主要是大宗商品价格下降和货币政策收紧造成国内需求放缓共同作用的结果。

东盟区内货币本季对美元总体贬值，经常账户出现分化。贬值时间始于第 2 季度，并一直延续至第 3 季度。进入第 4 季度美元指数震荡下行，区内货币整体趋稳回调。尽管如此，仍需对区内各国，尤其是面临贬值压力更大、基本面不佳的经济体的金融稳定性予以更多关注。经常账户恶化的国家有印度尼西亚、新加坡、韩国和马来西亚，多是能源和大宗商品出口国；经常账户改善国有泰国、菲律宾和越南，三个国家经常账户余额占 GDP 的比率分别上升 2.8%、1.5% 和 0.5%。

金砖国家经济增长分化增大，俄罗斯经济短期韧性明显。2023 年 3 季度，俄罗斯经济同比增速为 5.5%，短期较快复苏，与 2022 年三季度两年平均增速为 1%，仍大幅低于潜在增速。2023 年 10、11、12 月，俄罗斯综合 PMI 分别为 53.6、52.4 和 55.7。制造业 PMI 分别为 53.6、52.2 和 56.2，服务业 PMI 分别为 53.8、53.8 和 54.6，显示俄罗斯景气度较高。2023 年 10-11 月俄罗斯失业率进一步降至 2.9% 的极低水平，这部分反映了乌克兰危机以来的人才外流与征兵造成的劳动力短缺。2022 年，66.8 万人离开俄罗斯。根据俄罗斯央行数据，2023 年 1-11 月，俄罗斯贸易顺差大幅下降至 1090 亿美元，远低于 2022 年同期的 2900 亿美元。俄罗斯经济虽然重回增长，但长期经济挑战仍大。国际货币基金组织 10 月最新报告预测，俄罗斯 2023 年经济增速为 2.2%，2024 年为 1.1%。

巴西经济继续缓慢复苏，主要源于净出口改善。2023 年 3 季度，巴西实际 GDP 同比增速为 2%，环比增长 0.1%，相对于 2019 年同期的四年平均同比增速为 2%，经济继续缓慢复苏。2023 年 10、11、12 月，巴西制造业 PMI 分别为 48.6、49.4 和 48.4，较 2 季度显著下降。服务业 PMI 分别为 51.0、51.2 和 51.2，较 2 季度有所增强。根据巴西国家地理与统计局的调查数据，2023 年 9-11 月，巴西失业率分别为 7.7%、7.6%、7.5%，小幅下降，已经恢复至 2015 年以来低点。2023 年 11 月、12 月，巴西央行再次降息两次，分别降息 50 个基点，将隔夜利率从 12.75% 降至 11.75%。降息可能加大通胀压力，值得进一步关注。

印度经济继续强劲增长，投资强劲为主要带动因素。2023 年 3 季度，印度实际 GDP 同比增速为 7.6%，环比增长 3.4%，前三季度同比增长 7.1%，增长较为强劲。其中私人消费同比增速为 3.1%，固定资产投资同比增速为 11.0%，投资强而消费偏弱，投资是当前印度经济增长的主要拉动项。2023 年 10、11、12 月印度失业率分别为 10.1%、9.2% 和 8.7%，较三季度明显上升。这表明印度就业改善还不稳定，劳动力市场还有较大的恢复空间。2023 年 10、11、12 月，印度制造业 PMI 分别为 55.5、56.0、54.9，服务业 PMI 分别为 58.4、56.9、59.0，综合 PMI 分别为 58.4、57.4、58.5，均较 3 季度明显下降，但仍处于高景气区间。2023 年 9、10、11 月，印度 CPI 同比增长分别为 5.0%、4.9% 和 5.6%，较 6-8 月小幅下降，再次进入印度央行设定的 2%-6% 的通胀区间，但下降幅度缓慢，再次证实通胀粘性。

南非经济同比负增长，央行停止加息，通胀不确定性仍大。2023 年 3 季度，南非实际 GDP 同比增长-0.7%，为 2021 年以来首次季度同比负增长。其中私人消费同比增速为 0.5%。投资同比增速分别为-14.27%，投资增速大幅下滑，即使不考虑高基期因素，投资下滑依然显著，2023 年三季度实际投资仍大幅低于 2019 年同期水平。2023 年 9、10、11 月，南非 CPI 同比增速分别为 5.5%、6.1%和 5.6%，较此前三个月有所上升。

图表 2 CEEM 大宗商品价格指数



大宗商品价格环比持平，但不同品种分化。2023 年 4 季度 CEEM 大宗商品价格季度均价环比基本持平，同比仍有 12.5% 的跌幅。由于需求乏力，且美国供给超预期增长，油价在上季度反弹后震荡回落。金属方面，铜价因供给收紧、中国经济政策预期和美元加息周期结束前景而上涨；铝价格因供需因素的轮动导致价格大幅波动；铁矿石价格在中国补库需求和宏观经济政策预期的推动下上涨。煤炭价格跌幅较大。国际国内农产品价格整体下行，国际市场供给充足叠加需求疲软共同拉低农产品价格。

二、全球金融市场：美元贬值、股市上涨

美联储和欧央行均暂缓加息。4 季度，美元贬值，主要经济体长期利率下行，美元退出升值通道、转为贬值，其他主要经济体货币较美元升值。因暂停加息，货币条件边际宽松，主要经济体十年期国债收益率普遍下行、国债价格上涨。

美元流动性边际收紧，VIX 指数进一步下降。四季度，尽管从长周期看美元流动性依然充足，但 TED 利差在四季度逐渐提升，12 月上升至 0.2% 以上。美联储的持续缩表体现在了美元流动性的边际收紧上。四季度，美股继续上涨，美股

波动性进一步下降。VIX 指数下降至约 10%的历史较低水平。自从 3 月份美欧银行业危机处置以来，全球金融市场总体表现平稳。

美元贬值，其他主要经济体货币升值。4 季度，因美联储暂停加息，货币条件放松，美元季末较上季度贬值 4.5%，其他主要经济体货币多较上季末升值。发达经济体中，英镑、日元、欧元的季末升值幅度均在 4%以上。澳元升值接近 6%。新兴经济体中，因美元贬值，主要新兴经济体货币兑美元升值。除俄罗斯卢布和泰铢外，其他新兴经济体货币升值幅度不如发达经济体。但按照季度平均汇率，四季度美元指数仍然保持着 1.2%的小幅升值。除卢布外，其他货币的四季度平均汇率均较三季度小幅贬值。

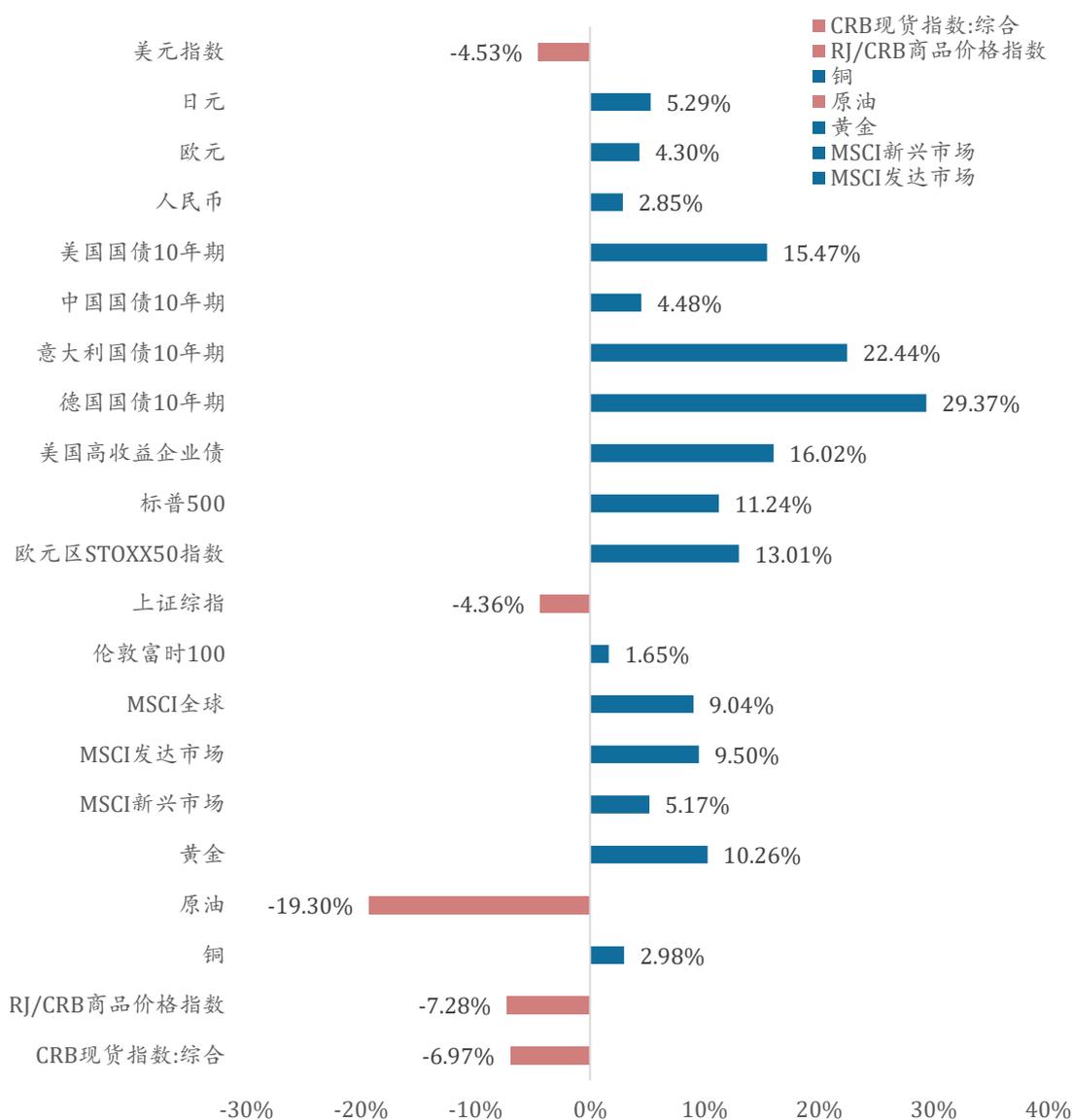
主要经济体股市上涨，上证综指下跌。在边际放松的货币环境下，主要经济体股市上涨。四季度，标普 500 指数上涨 11.24%，季内波幅 16.17%。欧洲股市也悉数上涨。法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别上涨 5.72%、8.87%；季内波幅达 11.8%、14.35%。发达经济体股市普遍上涨。新兴经济体中，巴西、俄罗斯、印度股市均大幅上涨，四季度末较三季度末分别上涨 15.13%、7.53%、9.74%，季内波幅分别为 19.25%、17.48%、14.67%。上证综指较三季度下跌，季末跌幅为 4.36%。四季度，上证综指季内最大跌幅达到 7.3%。

主要经济体货币政策均按兵不动，俄罗斯央行加息。四季度，主要经济体央行均未调整政策利率，货币市场利率波动较小。美国联邦基金利率的季内波幅几乎为 0，欧元 Euribor 季内波幅为 6.5bp，日本 Tibor 波幅为 5.73bp。俄罗斯央行受制于通胀压力在本季度继续加息，累计加息 300bp，货币市场利率上升 338bp。印度保持 6.5%的基准回购利率不变，同业拆借利率以 6.5%为中枢季内波动 39bp。中国四季度也未调整政策利率，人民币 Shibor 波幅稍大、为 45.3bp。

主要经济体长期国债收益率普遍下行。受主要经济体暂停加息、发达经济体通胀回落，以及主要经济体经济衰退预期升温影响，四季度主要经济体长期国债收益率均出现了不同程度的下行。发达经济体中，美国、欧元区、韩国长期国债收益率下行幅度较大。四季度，美国 10 年期国债收益率季内下行 103bp，欧元区 10 年期公债收益率也下行 101bp、韩国 5 年期国债收益率下行 108bp。新兴经济体中，中国 10 年期国债收益率季内由高点下行 119bp，但在四季度末仍未向下突破 2.5%。

跨境收支总额、涉外收款、对外支出齐降。2023年4季度前两个月，银行代客涉外收入、对外付款分别为10229.46亿美元和10496.9亿美元，跨境收支逆差为197.5亿美元。相比2023年3季度同期，涉外收入下降3.1%、对外支出下降6.2%。跨境收支逆差金额相比上季度同期下降了64.6%。与去年同期相比，由于低基期效应，涉外收入、对外付款均上升9.3%。跨境收支逆差金额相比去年同期扩大9.2%，银行代客涉外收入与支出总额为2.07万亿美元，相比上一季度同期下降4.7%，相比去年同期上升9.3%。

图表 3 全球金融市场主要指标变动



注1：原始数据来源于汤森路透数据库，经笔者计算。债券价格的波动体现为价格的波动，而非收益率的变动，即价格下跌、利率上升。

注2：该表数据截至日为2023年12月31日，变动幅度均按季末值计算。因截止时间和计算方法差异，该表的数据与后文的图表数据可能存在相近不相同的情况。

三、 展望与对策

在地缘冲突加剧、通胀具有粘性、货币政策紧缩的情况下，尽管 2023 年全球经济表现出一定的韧性，但经济增长动能不足，经济前景黯淡。世界银行称，如果不进行重大调整，20 世纪 20 年代很可能成为错失机会的十年。2024 年全球经济依然面临各种不确定性，下行风险较大，需要重点关注以下四个方面的风险：

全球经济前景黯淡，地区分化严重。 IMF 在 2023 年 10 月的《世界经济展望》中预测，全球经济增速将从 2022 年的 3.5% 放缓至今年的 3% 和 2024 年的 2.9%。世界银行在 2024 年 1 月的《全球经济展望》中预计，全球经济增速将从 2023 年的 2.6% 降至 2024 年的 2.4%，这将是连续第三年增长放缓。如果 2024 年全球经济增速继续放缓，那么 2020 年至 2024 年这 5 年将成为冷战结束后全球经济快速增长时代发展最慢的 5 年。与此同时，地区增长分化正变得越来越严重。在发达经济体内部，美国经济增长维持强劲，欧元区经济表现疲弱。与发达经济相比，发展中经济体受到的打击更为严重，因为全球贸易低迷和金融状况收紧严重拖累了经济增长。世界银行预计发展中经济体 2024 年的增长率仅为 3.9%，比之前十年的平均增长率低一个百分点以上；截至 2024 年年底，大约四分之一的发展中国家和大约 40% 的低收入国家的人口仍将比 2019 年新冠肺炎疫情爆发前夕更贫穷。

全球通胀粘性超预期的风险。 2023 年，主要经济体通胀总体下行，但未来下行进程可能并非一帆风顺，仍存在超预期粘性的风险。首先，地缘政治冲突、极端气候等供给冲击爆发概率仍大，可能扰乱全球供应链，推高通胀。近年来，全球地缘政治风险显著上升，乌克兰危机、巴以冲突、红海危机等地缘冲突频发，并存在升级风险，可能严重干扰全球产品生产与运输，推动通胀上升。其次，紧张的劳动力市场支撑了通胀。本轮全球通胀下行过程中，失业率并未明显上升，劳动力市场普遍紧张，对通胀形成支撑。美国、欧元区、日本等发达经济体失业率仍处于历史低位。2023 年四季度，美国私人非农企业员工平均周薪增速出现上升，核心 CPI 下降速度明显减缓，凸显了劳动力市场紧张对通胀持续性的贡献。再次，部分经济体货币政策可能过快宽松甚至出现失误。美联储已经开始就降息与市场展开沟通，巴西在通胀仍高达 5% 的情况下已连续四次降息。2024 年

美国大选异常激烈已成定局，对经济下行的容忍度可能显著下降。如果央行过快宽松甚至出现失误，同时出现意外供给冲击，通胀下降进程将出现显著波折。

全球房地产部门风险积压，长期增速放缓加重金融压力。主要央行加息以来，主要房地产部门的风险逐渐显现。根据 IMF 的报告，自 2022 年底以来，全球实际房价一直在下跌。2023 年第一季度，发达经济体的实际房价下跌了 8.4%，而新兴市场的跌幅较小，约为 2.4%。在浮动利率按揭贷款占比较高且房价高于疫情前平均水平的国家，其房价跌幅已达到两位数。此外，在高利率环境下，全球商业地产融资规模也出现断崖式下跌。二是“软着陆”预期一旦落空将给全球金融市场带来巨大考验。此轮高利率环境下全球金融市场的平稳主要基于经济“软着陆”预期。当前地缘政治冲突事件频发，如果地缘政治风险带动通胀上升，主要经济体央行将再次不得已收紧货币条件，全球经济“软着陆”预期可能落空。金融市场将面临突如其来的预期切换和资产价格调整，高债务部门将承受巨大压力，并可能会触发负反馈循环、再次考验全球金融体系的抗风险能力。三是从长周期看，长期增长放缓、实际利率高企会进一步增加高债务部门的债务负担，同时拖累债权人的资产负债表状况，破坏债务可持续性、加剧金融风险累积。

全球贸易碎片化风险加剧。WTO 在 2023 年 10 月预测，2023 年全球贸易增速将下降至 0.8%。伴随着缓慢但稳定的 GDP 增长，叠加低基数效应，2024 年贸易增长应该会加快。尤其是随着通胀放缓和利率开始下降，对商业周期更敏感的行业应该会企稳并反弹。WTO 预计，2024 年全球贸易增速将反弹至 3.3%。然而，供应链碎片化的迹象开始出现，这可能会威胁到 2024 年相对积极的前景。例如，作为全球供应链活动指标的中间产品在世界贸易中的份额在 2023 年上半年降至 48.5%，而前三年的平均水平为 51.0%。WTO 声称，地缘政治、公共卫生、环境和经济中的“多重危机”已经开始影响贸易政策。一些国家越来越多地以“关切国家安全风险”为由对具有战略意义的商品和服务贸易出台禁令，2015-2022 年间，成员在货物贸易委员会提出的贸易关切数量增加了八倍。此外，初步迹象显示，全球贸易正沿着地缘政治方向重新调整，尤其是在乌克兰危机爆发后。在极端情形下，未来全球贸易可能分裂为两个或多个独立阵营。

全球经济不确定性增加和下行风险偏大，可能对我复苏基础不牢的经济产生超预期的冲击，我应加快动用政策工具，积极应对外部环境变化。具体可考虑以下三方面举措：

一是，强化宏观政策逆周期和跨周期调节。当前我经济运行面临的突出矛盾依然是有效需求不足，我需继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。首先，货币政策稳中偏松。由于 2022 年以来，主要经济体持续加息，导致我资本外流和汇率贬值压力较大，在一定程度上限制了我货币政策宽松的空间。2024 年，主要经济体降息将缓解我资本外流和汇率贬值压力，我货币政策宽松空间将进一步打开。因此，我应立足于国内经济运行的内在需求，货币政策稳中偏松，进一步降低企业和居民部门的融资成本。其次，我应实施更加积极的财政政策，适当提高中央财政赤字率。同时，加强货币政策与财政政策的协调，尤其是注意货币政策应着力于进一步降低财政融资成本，以及为财政发债提供足够的流动性支持。

二是，提高人民币汇率弹性，在高水平开放中强化金融安全网。发挥汇率对国际收支的自动平衡器作用，提高人民币汇率弹性，发展人民币汇率衍生品市场。推动金融市场高水平制度型开放，吸引境外主权资金和长期资金流入，以增强纽带和联系保障我金融安全。推动国内市场规则、制度不断与国际接轨，提升信用评级、信息披露等关键微观制度质量。确保国内金融管理水平与高水平对外开放相匹配。强化金融安全网，以市场化、法治化的手段处置金融风险，完善央行最后贷款人的职能。加强跨境资本流动的宏观审慎管理，预防资本外逃、加强反洗钱工作。完善覆盖全市场的宏观审慎管理，以积极的行动和沟通增强市场信心，维护我资本市场稳定。加强与主要经济体金融管理部门协调配合，降低大型金融机构和企业破产对我金融市场的溢出和冲击。

三是，加强经济政策的国际协调，提升政策有效性。一方面，加强宏观审慎政策协调，化解全球金融风险。应提高在多边框架下开展债务处置的效率和国家覆盖范围，同时更为充分利用 SDR 增发契机，通过 SDR 再分配机制为有关债务国提供信用增级。完善货币互换、区域金融安全网等机制，提升应对金融风险的能力。另一方面，应加强不同经济体财政、货币、贸易、产业政策协调，减少核心国家货币政策收紧过程中对外围国家的负面溢出效应。同步货币政策紧缩会放

大政策在国家间的溢出效应，同样幅度的通胀下降导致更大的产出损失。由于美国对全球金融周期影响巨大，美国适度减少紧缩程度可以为其他国家提供更大的紧缩空间。同时，通过国际协调降低贸易壁垒、促进跨国投资，提升全球供应链效率，从源头上降低通胀，大幅减少全球反通胀成本，促进经济增长。