

# 全球经济复苏疲软，货币政策取向分化

## ——中国银行全球经济金融展望报告（2024 年）

© 中国银行研究院全球经济金融研究课题组

2023 年，全球经济增长动力持续回落。分区域看，各国（地区）复苏存在较大差异，发达经济体增速明显放缓，新兴经济体增速与 2022 年大致持平。生产端，全球供应链持续恢复，但生产景气度逐渐回落。需求端，内需对经济的拉动作用逐渐减弱，各国（地区）内投资和跨境投资均持续承压；全球货物贸易量指数和价格指数下行，主要经济体出口贸易同比增速下降。欧美央行货币政策延续收紧态势，但步伐整体放缓；金融体系短期资金运行发生结构性变化，“去存款化”特征突出。美元指数高位震荡后走弱，全球股市表现总体好于预期，但区域分化显著。高利率环境抑制债券融资需求，债券违约风险持续上升，美国政府债务可持续性引发市场关注。

展望 2024 年，预计全球经济复苏将依旧疲软，主要经济体增长态势和货币政策将进一步分化。欧美央行大概率结束本轮加息周期，日本央行可能退出负利率政策，跨境资本回流美国趋势将放缓，流

向新兴经济体的资金将增加。美元指数将逐步走弱，新兴经济体货币汇率有望回升。国际原油市场短缺格局或延续，新能源发展成为重点。本报告分别对海湾六国经济发展与投资前景、高利率和高债务对美国房地产市场脆弱性的影响两个专题展开分析。

### 一、全球经济回顾与展望

#### （一）全球经济将在波动分化中筑底复苏

2023 年，全球经济增长动力持续回落，经济增速连续两年下降。受地缘政治冲突、高通胀、货币政策紧缩等因素影响，全球经济下行压力加大。预计 2023 年全球 GDP 增速为 2.7%（市场汇率法），较 2022 年下降 0.3 个百分点。

分区域看，全球经济复苏不均衡，各国（地区）存在较大差异。发达经济体增速明显放缓，预计 2023 年增速较 2022 年下降 1 个百分点。其中，欧元区 and 英国经济增速大幅下降，美国表现好于其他

作者简介：陈卫东、钟红、廖淑萍、边卫红、熊启跃、王有鑫、曹鸿宇、李颖婷、王宁远、初晓、章凯莉，中国银行研究院；黄小军、陆晓明、黄承煜，中国银行纽约分行；宋达志、李振龙、张传捷，中国银行伦敦分行；刘冰彦、温颖坤、张明捷，中国银行法兰克福分行；王哲，中国银行东京分行；李彧、黎永康，中银香港。

图1 主要经济体GDP增速变化趋势

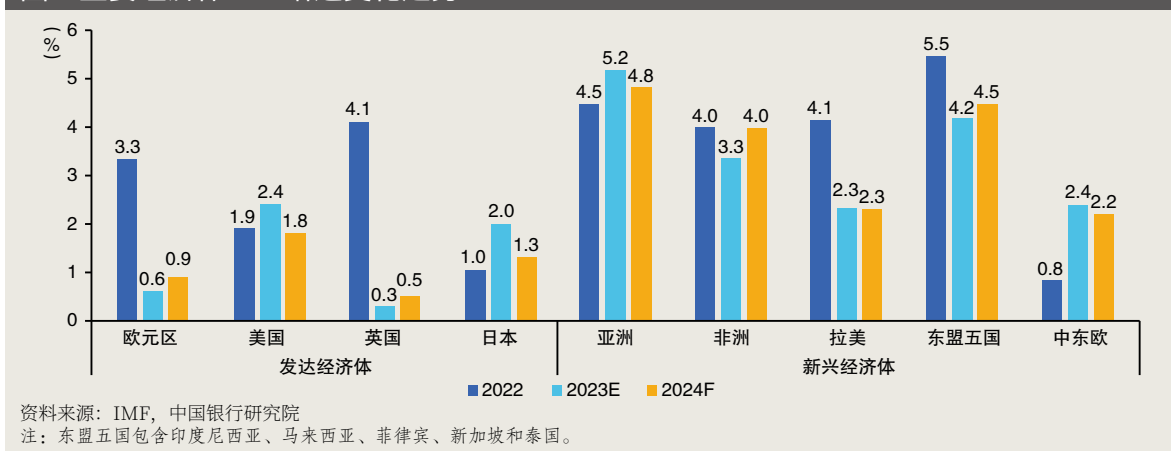
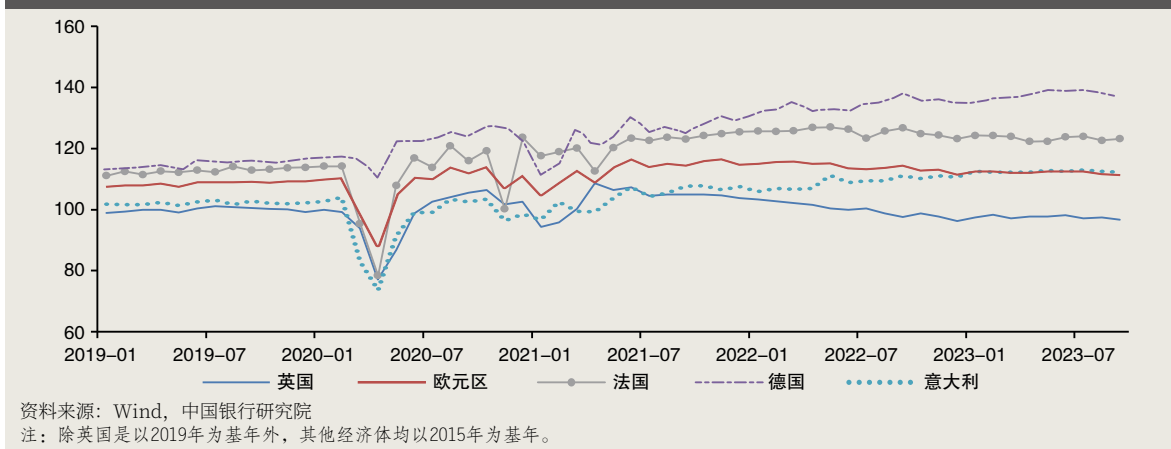


图2 部分欧洲国家零售销售指数



发达经济体。新兴经济体增速与2022年大致持平，预计2023年增速比2022年下降0.1个百分点。其中，东南亚等出口型经济体增长承压，拉美、非洲等大宗商品出口国增速放缓，中东欧国家经济增速加快（见图1）。

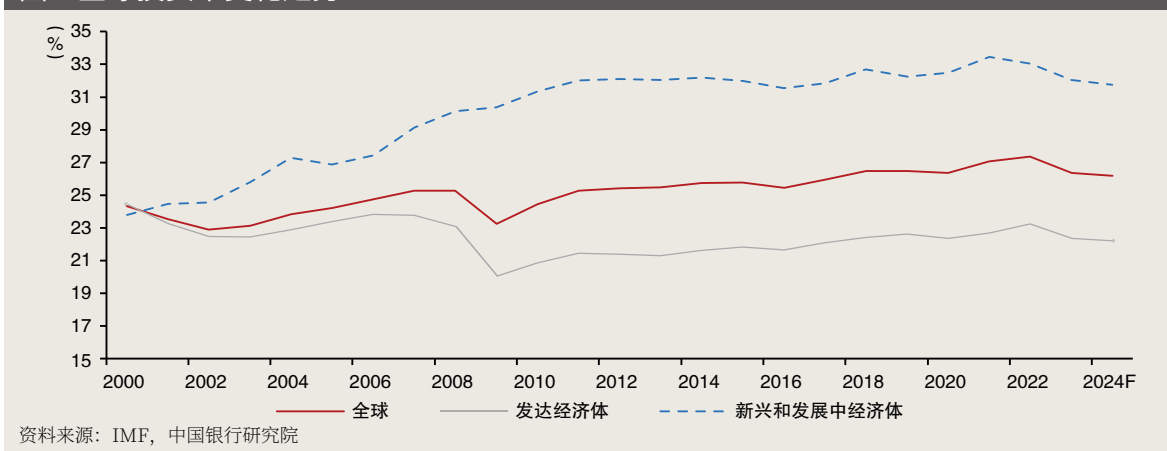
从生产端看，全球供应链持续恢复，但生产景气度逐渐回落。荷兰经济分析局数据显示，全球工业生产量于4月触及年内低位，5—8月逐月回升，但发达经济体和新兴经济体分化明显。其中，主要新兴经济体工业生产指数普遍走高，而发达经济体中的美国和韩国回升，英国、德国、意大利下行。全球融资环境收紧和经济下行压力给工业生产前景带来较大影响，全球制造业PMI指数明显回落，从2月的49.9%降至10月的48.8%。

从需求端看，内需是支撑发达经济体增长的主要动力，但对经济的拉动作用逐渐减弱。美国消费

未受加息明显影响，私人消费维持稳定增长，前三季度对美国经济增长的贡献率高达64.4%。欧洲各国消费指数整体维持稳定（见图2），是上半年免于陷入衰退的主要动力。但随着高利率和高通胀持续，对消费的影响逐渐释放，内需增长动力逐渐弱化，OECD消费者信心指数从7月开始连续3个月回落。

发达经济体投资受加息政策影响较大，国内投资和跨境投资均持续承压。在紧缩货币政策影响下，发达经济体企业部门宏观杠杆率下降，企业加杠杆或负债投资意愿不足。国际货币基金组织（IMF）预测2023年全球投资率（投资占GDP的比重）将下降1.0个百分点至26.4%（见图3）。从跨境投资角度看，受地缘政治局势紧张、金融领域动荡加剧、高利率和投资审查趋严等影响，并购交易仍然疲软，而在全球产业链重塑背景下，东南亚等区域绿地投资恢复增长。联合国贸发会议预计2023年全球跨

图3 全球投资率变化趋势



境直接投资将继续下行,但降幅较2022年收窄。

从国际贸易角度看,全球货物贸易量和价格指数均承压下行,主要经济体出口贸易同比增速下降。10月,世贸组织(WTO)将2023年全球货物贸易增速预测值下调0.9个百分点至0.8%,2023年国际贸易增长或为近几年最低水平。但近期东亚、东南亚等主要经济体出口下行趋势收窄,贸易呈现企稳迹象。9—10月,越南出口结束连续10个月的负增长态势,同比分别增长5.0%和6.7%。10月,韩国出口同比增长5.1%,是自2022年10月以来首次正增长。

展望2024年,预计全球经济复苏将依旧疲软,且分化可能加剧。

一是发达经济体面临的“遏通胀”和“稳增长”两难问题更加突出,货币政策走势将分化。疫后服务业复苏加快、劳动力市场紧平衡、地缘冲突加剧等因素导致发达经济体核心通胀黏性较强,通胀回落速度较慢。2023年10月,IMF将2024年全球通胀预测值由7月的5.2%上调至5.8%。通胀反复风险使当前各主要央行对通胀走势保持警惕,预计在一段时间内政策利率将继续维持在高位。但随着经济下行压力加大,主要经济体央行货币政策走势将逐渐分化。

二是各国(地区)经济走势将进一步分化。受就业市场韧性消退、内外部需求回落、通胀和利率水平高企、地缘冲突余波未散等因素影响,欧元区和英国面临更大的通胀压力,经济表现将弱于其他主要发达经济体。美国经济处于下行阶段,2024

年经济实现“软着陆”概率较大。

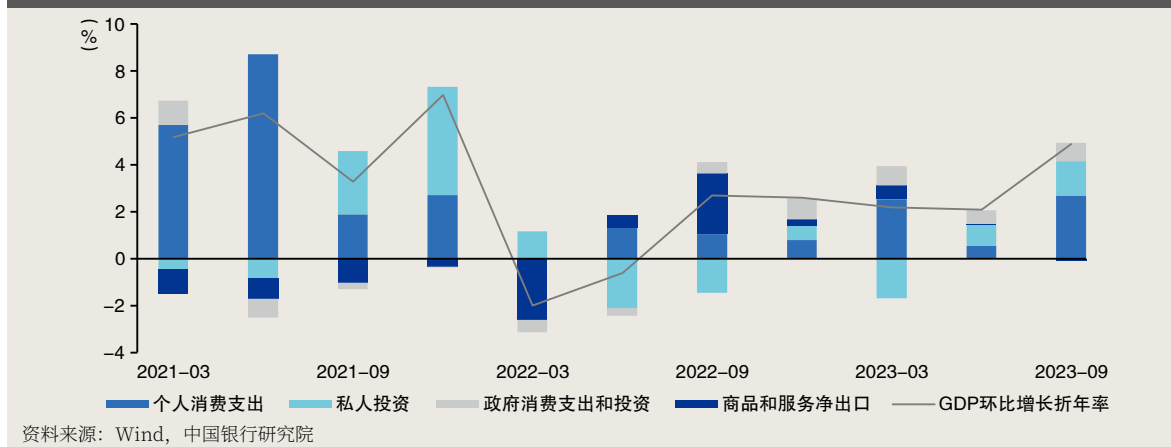
三是需求端下行压力可能大于生产端。2023年全球工业生产在触底后缓慢回升,预计2024年全球供应链和工业生产将继续在波动中复苏。但在高通胀、高利率、高债务背景下,居民家庭资产负债表状况将逐渐变差,紧缩性货币政策对需求端的滞后影响将逐步显现,支撑2023年经济增长的需求端因素可能在2024年面临加速回落的压力。

与此同时,一些稳定因素将逐渐显现,对经济形成托底,减缓经济下行幅度。整体上看,随着供应链和工业生产逐步恢复正常,全球供求形势将得到持续改善,通胀虽然顽固但整体回落趋势不会逆转。主要经济体的加息周期将逐渐停止甚至开始转向,全球流动性紧缩情况预计将逐步缓解。结合全球产业链重组背景,流向新兴经济体的跨境直接投资和证券投资预计将有所回升。分区域看,中国经济复苏动力逐渐增强,亚太等出口型经济体增长逐渐企稳,将为全球经济复苏提供重要支撑。

## (二) 重点国别(地区)经济形势研判

美国经济增速将回落,高利率对经济的滞后影响将逐步显现。2023年前三季度美国经济未受加息明显冲击,出现超预期增长(见图4)。其中,私人消费和政府财政支出是支撑美国经济增长的重要驱动力,前三季度上述两项对美国经济增长的贡献率分别为64.4%和23.5%。2023年四季度美国经济增长动力明显回落,更多领域的负面因素开始凸显,不同部门表现分化。一是对经济增长贡献最大的私

图4 各分项对美国GDP环比增长折年率的季度拉动率变化趋势



人消费表现疲软。10月零售和食品销售环比增速由之前两个月的0.7%以上降至-0.1%，私人消费对经济支撑作用减弱。二是制造业投资和工业产出处于疲弱状态。三是美国就业市场也逐渐降温，10月新增非农就业人数较年内月度均值大幅减少，工资增速放缓，居民可支配收入增长逐渐承压。预计2024年美国经济增长将进一步回落，但从目前情况看，“软着陆”发生的可能性要高于衰退。货币政策是影响2024年美国经济增长的重要因素。当前，美联储高利率的持续时间与首次降息时点仍不确定，潜在的货币政策“滞后效应”可能对经济带来影响。高利率对消费的负面影响将逐渐显现。随着美国劳动力市场紧张状况缓解，未来劳动者收入增幅可能下降，收入对支出的支撑作用可能减弱。美国私人投资将继续呈现分化状态，企业投资可能持续疲软，房地产投资将从低位波动反弹。财政支出方面，在债务规模持续攀升、债务负担加重、大选周期国会两党博弈日益激烈的背景下，2024年美国政府削减财政支出可能性较大。净出口方面，随着美元指数逐渐回落，美国贸易逆差可能再度扩大，对经济的拖累作用将上升。预计2024年美国经济增长为1.7%，较2023年下降0.7个百分点。

欧洲经济增长动能不足，经济疲软表现将延续至2024年上半年。2023年欧洲经济活动趋于停滞。在欧洲央行收紧货币政策、通胀高企抑制消费能力、疫情放开的促进效应逐步消减以及全球经济放缓导致出口疲软等多重因素影响下，欧元区经济增长乏力，前三季度欧元区GDP环比增速分别为0、0.2%

和-0.1%。在高利率和顽固通胀的影响下，英国经济增长走势也逐季下滑。预计欧洲经济增长疲软势头将至少持续至2024年上半年，此后经济活动有望逐步复苏。随着高利率和信贷紧缩逐渐传导至实体经济，以及财政支持措施逐步退出，经济增长将持续受到抑制。10月欧元区经济景气指数为93.3，小幅下降0.1，但下跌速度大幅放缓，预示着欧元区经济可能正在接近触底。未来应警惕取暖季天然气价格再度飙升风险以及南欧部分经济体预算紧张局势对欧元区经济增长的潜在挑战。预计2023年欧元区和英国经济增长分别为0.6%和0.3%左右，2024年经济增长将分别达0.9%和0.5%左右。

日本经济总体保持稳定，货币政策有望迎来拐点。2023年日本经济整体呈现先升后降走势。上半年，在疫后重新开放市场、供应链修复等因素影响下，日本经济实现较快增长，一、二季度GDP环比增长折年率分别达到3.7%和4.5%。但三季度日本经济增长形势急转直下，GDP环比折年率降至-2.1%，三个季度以来首次出现负增长。从全年情况看，通胀压力和疲软的日元抑制了私人需求，占日本GDP近六成的个人消费连续两个季度以来出现负增长，严重拖累日本经济。前期对日本经济增长贡献较大的外需在三季度也逐渐失去活力，特别是前期增长旺盛的访日外国游客消费在三季度出现5%的环比下滑，同期日本进口出现三个季度以来的首次正增长，净出口对整体经济的贡献由正转负。展望2024年，财政扩张、工资增长和商业信心回暖有望支撑日本内需转向正增长。随着库存调



表 1 2024 年全球主要经济体关键指标预测 (%)

地区	国家 (地区)	年	GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率		
			2022	2023 <sup>E</sup>	2024 <sup>F</sup>	2022	2023 <sup>E</sup>	2024 <sup>F</sup>	2022	2023 <sup>E</sup>	2024 <sup>F</sup>
美洲	美国		1.9	2.4	1.7	6.4	3.0	2.6	3.6	3.6	3.8
	加拿大		2.5	1.3	1.6	6.6	2.7	2.1	5.3	5.5	6.3
	墨西哥		3.1	3.2	2.1	7.8	4.5	3.2	3.3	2.9	3.1
	巴西		2.9	3.1	1.5	5.8	4.9	3.9	9.3	8.3	8.2
	智利		2.4	-0.5	1.6	12.8	4.5	3.0	7.9	8.8	9.0
	阿根廷		5.2	-2.5	2.8	94.8	135.7	69.5	6.8	7.4	7.2
亚太	中国		3.0	5.3	5.0	2.0	0.3	1.1	5.5	5.3	5.2
	日本		0.9	2.0	1.3	3.9	2.7	2.6	2.6	2.5	2.3
	澳大利亚		3.7	1.8	1.2	7.8	4.7	3.4	3.7	3.7	4.3
	印度		7.2	6.3	6.3	6.2	4.9	4.4	—	—	—
	韩国		2.6	1.4	2.2	5.0	2.9	2.0	2.9	2.7	3.2
	印尼		5.3	5.0	5.0	5.5	2.3	2.5	5.9	5.3	5.2
欧非	欧元区		3.4	0.6	0.9	9.2	3.3	2.7	6.7	6.6	6.5
	英国		4.3	0.3	0.5	10.5	5.2	2.4	3.7	4.2	4.6
	俄罗斯		-2.1	2.2	1.1	12.2	5.7	5.0	3.9	3.3	3.1
	土耳其		5.5	4.0	3.0	64.3	64.0	54.3	10.3	9.9	10.1
	尼日利亚		3.3	2.9	3.1	21.3	30.6	15.4	—	—	—
	南非		1.9	0.9	1.8	7.4	5.2	4.5	33.5	32.8	32.8
全球			3.0	2.7	2.5	8.9	6.4	5.1	—	—	—

资料来源：中国银行研究院

注：E 为估计值，F 为预测值；全球 GDP 增速为市场汇率法计算结果。

整结束，预计全球制造业的调整阶段也将结束，日本商品出口下行压力有望缓解。预计 2024 年春季劳资谈判工资涨幅与 2023 年相当，2024 年实际平均工资涨幅预计将维持在接近 0 的水平，消费将保持温和增长。日本政府的经济刺激政策将对经济形成一定支撑。根据日本内阁府预计，超预期的财政支出计划在未来三年将使 GDP 增长提升 1.2 个百分点。预计 2023 年和 2024 年日本经济增速将分别在 2% 和 1.3% 左右。

“南南合作”深化将稳定新兴经济体增长形势。2023 年，新兴经济体表现整体偏弱。展望 2024 年，新兴经济体增长机遇与挑战并存，预计整体经济增速将在 4% 左右，略高于 2023 年。国际商品贸易形势好转有望带动东南亚经济体出口恢复。随着主要经济体加息周期进入尾声，2024 年全球贸易可能回暖，WTO 预测全球商品贸易量增速为 3.3%，明显高于 2023 年的 0.8%。全球贸易形势改善将带动亚洲新兴经济体增长。绿色转型与能源安全给中东地区经济多元化发展提供契机。近年来，中东新兴经济体纷纷制定能源转型战略，投资领域也从传统能源逐步拓展至人工智能、大数据、新能源、医疗等新兴产业，以多元化的经济结构推动可持续增长。“南南合作”不断深化，搭建国际合作新框架。2023 年，中国 - 中亚峰会、金砖国家领导人会晤、“一

带一路”国际合作高峰论坛等国际性合作峰会相继召开，在维护国家安全、释放经贸合作潜力、完善合作机制等诸多方面达成共识，为新兴经济体提供国际合作平台。在上述机制推动下，未来“南南合作”有望不断增强，共同寻求发展新机遇。

综合上述因素，“复苏 + 分化”将成为 2024 年全球经济主线逻辑，预计全年经济增速在 2.5% 左右，增速比 2023 年低 0.2 个百分点（见表 1）。

## 二、国际金融回顾与展望

全球货币政策：美欧央行加息政策迎来拐点，日本央行或于 2024 年退出超宽松货币政策。2023 年，为继续遏制高通胀，主要发达经济体货币政策延续收紧态势，但总体步伐逐步放缓，目前暂停加息成为主流（见表 2）。展望 2024 年，全球货币政策主要呈现以下特征。一是美欧央行加息周期结束。预计美联储将暂停加息，但利率水平将较长时间维持在高位。美联储将不断调整资产负债结构，维持每月 950 亿美元的缩表节奏。随着经济增长和通胀水平双双下降，欧洲央行宣告本轮加息周期结束，但仍致力于实现 2% 的通胀目标，在较长一段时间内维持高利率水平。二是英国或将成为首个降息的主要发达经济体。英国央行加息周期已结束，如果经

表 2 2023 年主要央行加息情况

美联储			欧洲央行			英格兰银行		
决议时间	变动基点	变动后利率 (%)	决议时间	变动基点	变动后利率 (%)	决议时间	变动基点	变动后利率 (%)
2月1日	25	4.5~4.75	2月2日	50	3	2月2日	50	4
3月22日	25	4.75~5.0	3月16日	50	3.5	3月23日	25	4.25
5月4日	25	5.0~5.25	5月4日	25	3.75	5月11日	25	4.5
6月14日	0	5.0~5.25	6月15日	25	4	6月22日	50	5
7月26日	25	5.25~5.5	7月27日	25	4.25	8月3日	25	5.25
9月20日	0	5.25~5.5	9月14日	25	4.5	9月21日	0	5.25
11月1日	0	5.25~5.5	10月26日	0	4.5	11月2日	0	5.25

资料来源：美联储，欧洲央行，英格兰银行，中国银行研究院

济下行速度过快，或将于 2024 年年中或下半年调整货币政策，转向降息。三是日本货币政策转向不断升温。2023 年，日本核心消费者价格指数（CPI）连续高于 2% 目标，日本央行两次调整收益率曲线控制（YCC）政策。未来，日本央行将逐步减少对 10 年期国债收益率的干预，允许利率曲线上移。预计 2024 年年初，日本央行或启动首次加息，但加息幅度较小，调整速度缓慢。

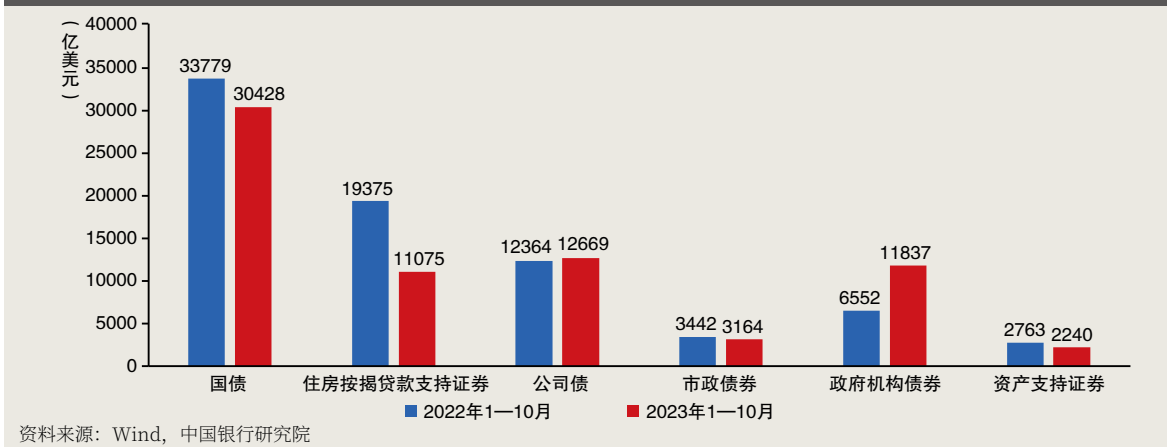
货币市场与跨境资本：高利率环境下货币市场基金面临挑战，跨境资本流向将发生结构性变化。一是货币市场利率维持高位，资金“紧平衡”使货币市场脆弱性提高。随着主要经济体结束加息周期，资金流动性将呈现“紧平衡”状态。美元 SOFR、欧元€ STR 和英镑 SONIA 将小幅回落，日元 TONA 大概率由负值步入正值区间。但是，货币市场短期资金成本总体处于高位，部分金融机构期限错配程度加深，在极端时点面临流动性冲击的风险增大。二是“去存款化”特征或将延续，货币市场基金规模增速可能放缓。2023 年，美欧金融体系短期资金运行发生结构性变化，银行存款资金流向货币市场基金。证券回购、外汇远期（掉期）等融资工具交投活跃，而银行间市场的拆借规模增长相对平稳。2024 年，预计美欧证券回购市场将呈现“现券供给充裕，资金相对紧张”特征。随着全球基准利率改革完成，银行间拆借市场的短期资金筹措功能趋于下降。受美国证券交易委员会监管新规影响，货币市场基金净值快速增长态势将有所放缓。三是跨境资本回流美国趋势放缓，资金结构可能发生调整。2023 年前三季度，美国跨境资本净流入 5649 亿美元，同比下降 52.4%；欧元区非储备性质金融账户净流出规模达 2143 亿欧元。2023 年 1—10 月，新兴经济体证券投资净流入 1140 亿美元。2024 年，跨境

资本回流美国态势会进一步放缓；欧元区将延续资本净流出态势；跨境资金，特别是组合投资和其他投资，流向新兴经济体的节奏有望提速。

汇率市场：美元指数高位震荡后走弱，新兴市场货币币值小幅回升。一是美元在保持一段时间强势后走弱，欧元、英镑仍维持区间震荡。2023 年以来，美元指数始终保持高位，主要发达经济体货币汇率走势涨跌不一。美国经济展现出较强韧性，美元在 2024 年前期将保持强劲势头，随着美联储货币政策转向，呈现贬值态势。预计欧元和英镑汇率将震荡回落，下半年企稳回升。二是新兴经济体货币普遍迎来小幅升值，部分脆弱性国家货币汇率震荡加剧。2024 年，随着美元指数逐渐回落，部分亚洲货币，如印度卢比、泰铢和韩元汇率将有所回升。巴西、墨西哥经济表现出一定韧性，巴西雷亚尔和墨西哥比索兑美元汇率将小幅升值。俄罗斯卢布、土耳其里拉、阿根廷比索在大幅贬值的基础上，延续震荡下行态势。部分新兴经济体汇率市场动荡，叠加政府债务困境，金融市场压力将进一步攀升。

股票市场：发达经济体股市上行空间受限，新兴市场有望反弹。一是全球股市表现总体好于预期，区域走势出现分化。截至 2023 年 11 月 15 日，MSCI 全球指数涨幅达 13.0%。美国股市领涨，欧洲股市表现好于亚洲，金砖国家股市微跌。2024 年，受美国通胀回落、美联储暂停加息以及企业盈利能力稳步提升等因素支撑，美国股市将呈现上扬态势，但后续上行空间相对有限。新兴经济体稳步复苏，股市反弹势头值得期待。二是科技股仍是投资热点，绿色能源受到投资青睐。截至 2023 年 11 月 15 日，信息技术 MSCI 指数涨幅高达 41.1%，远高于电信业务（31.5%）、非日常消费品（21.5%）等板块。2024 年，全球股市将延续由科技股领涨的结构性行

图5 2022年和2023年美国债券市场发行情况对比



情。此外，在绿色环保意识增强的背景下，绿色能源板块崛起或成为全球股市投资者关注的亮点。

**债券市场：**高利率环境或抑制债券融资需求，主权债务风险形势严峻。一是高利率环境下债券融资仍将低迷，低利率货币的债券融资功能增强。2023年前10个月，美国债券市场的融资规模为71414亿美元，同比下降8.8%。其中，住房按揭抵押证券、资产支持证券、美国国债和市政债券发行规模降幅较大（见图5）。2024年，美元、欧元等主要货币的融资成本保持相对高位，将抑制微观主体融资需求，日元、人民币等部分低利率货币的债券融资功能有望增强。二是国债收益率将维持高位，全球债券违约风险继续释放。2023年1月至10月，全球债券违约规模达986.73亿美元，为2008年以来的高点。2024年，美联储、欧洲央行、英格兰银行将继续推进资产负债表缩减计划，不仅将推高相关债券的收益率，也将影响市场投资者结构。未来随着美欧加大国债发行力度，将进一步增加财政体系的脆弱性。部分发展中国家拥有大量美元债务，地缘政治环境变化使其对外偿付能力受损，发生主权债务危机的概率大大提升。

**大宗商品市场：**全球大宗商品价格上涨，价格波动性增强。一是国际原油市场短缺格局或延续，新能源发展成为重点。2023年，OPEC+主动减产为原油供应过剩踩下“刹车”，国际原油市场转为短缺格局，原油价格触底反弹。2024年，国际原油库存仍处低位，沙特、俄罗斯原油减产，美国原油产量增速放缓，国际原油市场将延续短缺格局。同

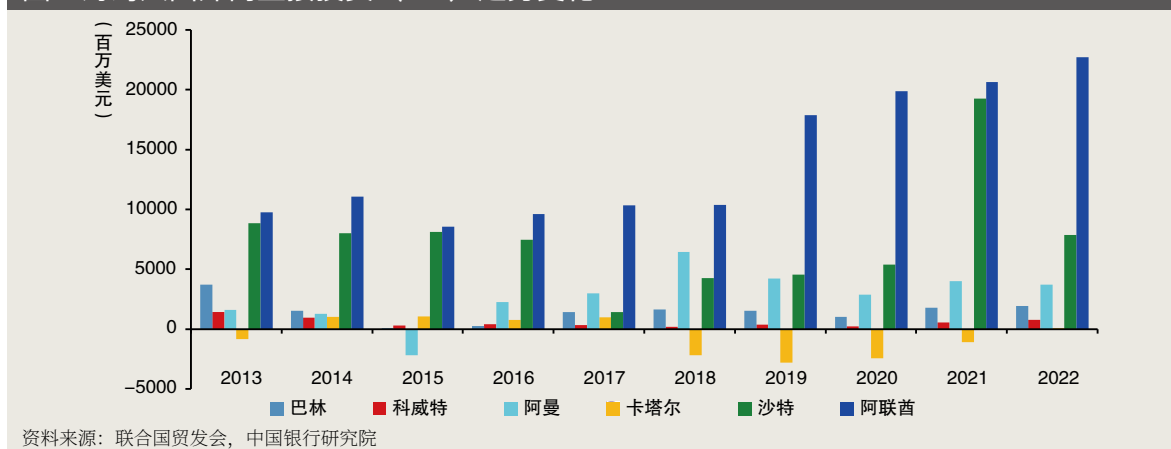
时，全球绿色能源转型进程加速，积极寻找新的能源供应将成为各国发展重点。二是全球天然气市场趋向平衡，但仍存在不确定性。受市场供给持续改善、消费需求低迷等因素影响，全球天然气价格一度大幅走跌。中东地缘冲突升级，影响天然气供应，国际天然气价格缓慢抬升。展望2024年，液化天然气进出口能力将持续提升，助推全球天然气市场供需趋向平衡。天然气市场仍面临诸多不确定性，如地缘政治冲突升级、欧洲液化天然气进口替代性、美国液化天然气生产成本走势等。三是黄金价格底部受支撑，整体维持震荡偏强走势。2023年，COMEX黄金期货价格曾一度抬升至2047.9美元/盎司，较年初增长11.5%，随后步入下行通道，又重新升至1980.30美元/盎司高位水平。2024年，在全球经济发展不确定性、美联储货币政策调整、地缘政治风险等因素的交织影响下，黄金避险功能仍将发挥作用。

### 三、专题研究

#### 专题一：海湾六国经济发展与投资前景

长期以来，海湾阿拉伯国家合作委员会成员国（下文简称“海湾六国”）凭借丰富的油气资源实现了国民财富的积累，其对外开放程度也明显高于其他中东国家。中国与海湾六国经贸结构存在天然互补性。近年来，尽管中东地区地缘政治冲突频发，但海湾六国局势相对稳定，且六国政府大力推动经济多元化，注重绿色经济发展，为中海经贸合作创

图6 海湾六国外商直接投资（FDI）趋势变化



造了良好机遇。

### （一）近年来海湾六国经济表现受能源价格影响较大

受国际能源价格走势影响，近年来海湾六国经济增长波动较大。2022年，在全球油气价格飙升推动下，海湾六国经济增长强劲，实际GDP增速达7.3%。油气部门在海湾六国经济总量中的占比超过40%，在沙特的占比更是接近七成。2023年以来，海湾六国经济增长明显放缓。主要经济体货币政策加速收紧、全球经济活动减少使全球能源需求下降，海湾六国经济增长面临严重挑战。鉴于海湾六国经济结构相对单一，非石油部门虽然为海湾六国经济增长提供一定支撑，但仍无法完全抵消石油价格下滑的负面影响。IMF在最新展望报告中将海湾六国2023年经济增速下调0.8个百分点至1.7%。

### （二）海湾六国经济转型需求上升

国际形势变化加大海湾六国的经济转型需求。首先，全球能源危机引发国际社会对能源安全的关注，主要经济体加快推动能源多元化发展，对于海湾六国的石油需求将逐步减少。其次，随着应对气候变化成为全球共识，绿色低碳发展加速全球能源结构变革，新能源将逐步挤占传统能源份额。最后，海湾六国的经济和人口增长为工业和制造业扩张提供了空间，进一步坚定了海湾六国经济转型的决心。

近年来，海湾六国努力推进新能源转型，增强国家战略自主性，促进经济多元化发展。第一，海

湾六国中已有五国设定了净零目标，大力推动新能源转型和绿色经济发展。第二，太阳能、风能、氢能等可再生能源的基础设施建设是现阶段海湾六国推动能源和经济多元化发展的重要抓手。

海湾六国外商直接投资流入领域愈发多元化，释放经济转型信号。阿联酋是海湾六国外商直接投资（FDI）流入的主要国家，投资流入的领域相对多元化（见图6）。2022年流入阿联酋的FDI规模同比增长10%至227.3亿美元，远超其他各成员国。在流入阿联酋的外商直接投资中，约半数流向迪拜，主要投资领域包括运输和仓储、酒店和旅游、可再生能源、软件和IT服务以及消费品，占比分别为45%、9%、9%、8%和5%。沙特2021年制定了特许经营法案，以促进公私合作伙伴关系和放宽外国投资者限制。

海湾六国对外投资范围扩大，旨在摆脱对石油和天然气的依赖。当前，海湾六国的海外投资主要以主权财富基金的间接投资形式开展。近年来，海湾六国主权投资者的投资范围扩大，投资领域主要包括医疗、科技、互联网等新兴领域，与中东地区经济转型的长期战略相契合。同时，海湾六国对外投资重点也逐渐由欧美国家向中国等亚太市场转移，阿布扎比投资局对华投资占比从2019年年末的4.5%上升至2023年一季度的22.9%。

### （三）中海合作展望

未来，中海合作将跨入新阶段。第一，政策沟通为中海双方深化合作提供契机和基础。第二，传



统能源领域优势互补为中海合作提供天然的合作基础。第三，新能源和 ESG 领域合作方兴未艾为中海合作提供新动能。第四，中海深化经贸合作将为人民币国际化搭建新的平台。

## 专题二：高利率、高债务与美国房地产市场脆弱性

近期，美联储考察了影响金融稳定的风险因素，商业和居住房地产风险的排名从 2023 年 5 月的第四位上升至 10 月的第二位，仅次于持续通胀与货币政策紧缩风险。美国房地产市场的演进路径及风险传染引发市场高度关注。

### （一）居住房地产市场

2023 年二季度，美国居住房地产市场市值为 56.3 万亿美元，不仅远大于商业房地产的 24 万亿美元，且在各类资产中排名第一。房地产在居民净资产中占比达 30%，房贷在居民债务中占比达 66%。该市场对利率及债务高度敏感，对美国金融市场、经济走势影响巨大。2022 年 3 月以来，美联储激进加息，30 年期住房抵押贷款固定利率月均值从 4% 的历史低位逐渐上升至 2023 年 10 月的 7.6%，远高于次贷危机发生之前的 6.5%。与次贷危机相比，本轮货币紧缩周期中居住房地产市场整体相对稳定，但潜在风险可能上升。

第一，尽管疫情以来美国居住房地产市场需求持续上升，但银行对所有的居住房地产信贷，包括次级房贷的标准均较为严格，很少有银行放松标准。

第二，2023 年二季度美国家庭全部债务支出 / 可支配收入为 9.8%，低于历史平均水平 11% 和次贷危机时历史峰值的 13%；房贷债务支出 / 可支配收入长期维持在 4% 左右，低于历史水平 5.4% 和次贷危机时期的历史峰值 7%。

第三，在住房房贷中 10-30 年期固定利率类占比达 89%，且绝大部分为 30 年房贷。这意味着，债务人月供负担低，加息不会增加存量房贷还款负担。

第四，据测算，30 年房贷利率将在 2025 年一季度下降到 6.4%。基于这一预期，更多新增房贷申请者选择了浮动利率或最初若干年浮动的贷款类型。浮动利率比固定利率低 100 个基点以上，有利

于减轻债务人还款负担。

第五，美国房价持续上升叠加房贷利率上升，影响购房需求。2020 年以来，美国居民住房负担能力指数年均值从 169.9 大幅下降至 2023 年 1—9 月的 99.85。John Burns 研究与咨询公司考察发现，71% 的计划购房者表示，房贷利率高于 5.5% 则不愿购房。2023 年，美国房贷申请降至数十年来最低点，房贷平均规模处于 2017 年以来最低水平。大部分负债购房发生在低端市场，高端市场买家更倾向于使用现金，中端市场由于住房可负担性严重受挫已基本冻结。

第六，美国待售房屋供应紧张的状态并未改善。在低利率时期采用固定利率贷款的购房者不愿在高利率时期卖房，导致待售房屋供给水平维持低位。供不应求支撑房价持续上升，2023 年三季度，单一家庭成屋价格中位数同比上涨 2.2%，且报告房价上涨的都会区占比从二季度的 60% 上升到 82%。

第七，美联储加息以来住房贷款质量稳定。美国单一家庭房贷整体拖欠率季度平均值从 2.1% 下降至 2023 年二季度的 1.7%，低于历史平均水平 3.9% 和次贷危机时期历史峰值 11.5%。房屋净值为负的借款人比例很低，但在高利率环境下新增房贷拖欠率出现上升趋势。

过去两年，美国居住房地产价格经历了两位数增长。美联储可能在 2024 年开始降息，房贷利率随之下降，对住房市场需求将起到一定支撑作用。由于人口老龄化趋势，美国人口年增长率已从 1.2% 下降到 0.5%，且呈现进一步下降的趋势。这表明住房需求难以再现疫情之初的强劲状态。穆迪预测，未来两年美国住房价格可能从峰值下跌约 4.5%。

### （二）商业房地产市场

疫情后，低利率与对冲通胀的需求驱动了美国商业房地产贷款及估值增长。2022 年以来，受利率上升、信贷条件收紧、经济下行等因素影响，商业房地产市场出现逆转。同时，美国商业房地产面临长期结构性因素冲击，如远程办公模式、网上购物等，导致需求减少，楼宇空置率上升。商业房地产市场脆弱性对金融风险的传导路径主要包括以下几个



方面。

第一，需求减少导致价格下降。美联储调查显示，2023年商业房地产贷款新增发放量同比下降46%。商业房地产抵押证券（CMBS）新发行出现停滞。商业房地产价格指数CPPI从2022年5月历史峰值的155，下降至2023年11月的125，降幅接近次贷危机时期。

第二，金融资产质量开始下降。银行业商业房地产贷款拖欠率季度平均值从2022年第三季度的0.7%上升至2023年第二季度的0.8%。对市场更敏感的CMBS拖欠率从2023年5月的3%左右持续上升到10月的4.63%。2023年年中，商业房地产陷入困境的资产余额连续四个季度上升至718亿美元。

第三，未来金融风险可能上升。2023—2024年美国商业房地产将有9000亿美元债务到期，约占该类债务的16%。其中，办公楼相关债务到期日相对集中，2023—2024年可能超2000亿美元。债务集中到期、利率上升、贷款条件收紧叠加价格下降，将加剧金融风险。

第四，中小型银行风险敞口较高。银行商业房地产贷款主要采取表内模式，且中小型银行占比达70%，高于次贷危机时期的55%。该类贷款在中小银行资产中占比达29%，高于大型银行的6.4%，风险敞口更集中。

### （三）未来美国房地产市场风险判断

在经济软着陆背景下，美国房地产市场需求显著恶化的概率较低，演变为系统性危机的可能性较小。次贷危机后，美国商业房地产贷款季度同比增长率平均值为4.5%，高于居住房地产的3.5%。美国商业房地产贷款下降的拐点滞后于居住房地产。与居住房地产相比，商业房地产及其信贷对价格下跌、流动性收紧更为敏感，其下行周期延续时间可能更长。商业房地产风险具有结构性特征，主要是办公楼宇、零售物业等更易受到影响，而商业房地产债务中占比最大的多户住宅部分仍相对稳健。目前，商业房地产市场仍处于下行周期的早期阶段。基于历史经验，叠加长期结构性因素，商业房地产的此轮下行周期可能持续更长时间。从银行业来看，美国大型银行更具有能力抵御严重衰退和房地产市场萎缩的冲击，而中小型银行面临的损失可能更大。

（责任编辑：李楠）