

世界经济与中国 2024：聚焦全球经济复苏与金融发展新动能

◎朱民 余永定 刘俏 管涛 杰弗里·萨克斯 杰拉德·里昂斯

2023 年全球经济复苏缓慢,地缘政治博弈加剧,国际贸易增长放缓,强美元周期延续,金融脆弱性攀升,世界步入新的动荡变革期,迫切需要探寻更具韧性的前行发展之路。2023 年 12 月 7 日,中国国际金融学会年会在北京召开,会议邀请国内外专家共同把脉全球经济金融发展新趋势,为中国金融高质量发展、金融强国建设,为助推全球经济复苏提供思路和智慧。现将部分专家观点整理刊发,以飨读者。

世界金融 2024：债务风险在上升

朱民（中国国际经济交流中心副理事长）

当前世界经济正在发生深刻的周期性和结构性变化,通胀继续处于高位,利率也将被迫维持在高位,政府债务不断创新高。全球的经济周期从增长到放缓,金融周期从宽松到紧缩。在此背景下,2024 年世界金融主要风险体现为债务风险,特别是政府债务的风险。

全球经济增长速度放缓

根据 IMF 数据,2023 年和 2024 年全球经济增速趋于下行,分别为 3% 左右和 2.9% 左右。2025 年全球经济增速可能小幅上升,但随后继续平缓下降,整体处于下行周期。从 2000 年以来的更长时间看,全球经济发展在 2007 年迎来高潮,2008 年金融危机之后经济增速一直在放缓,未来 3~5 年全球经济将是停滞式增长。

从历史经验看,经过危机后经济增长速度都会下降。2001—2007 年全球经济增长平均速度为 3.5%,在经历 2008 年危机后,2009—2019 年全球

经济平均增速下降到 3.1%。这是因为危机触动了经济结构,损伤劳动生产率,政府没有足够的政治资源和经济金融资本来恢复结构。2020 年全球经济又经历了大幅衰退,预计未来 5 年全球经济增速为 2.7% 左右,处于低增长阶段。

全球经济增速放缓的原因,一是全球经济周期进入下行阶段。二是新冠疫情冲击形成全球产出缺口。疫情冲击导致全球经济出现 5 万亿美元到 7 万亿美元的产出缺口,并且这是一个难以弥补的持久性缺口。劳动生产率和经济结构受到损伤,使得全球经济增长平行下移到了低增长轨道。三是全球人均 GDP 下降。具体而言,劳动生产率方面,发达国家下降很多,发展中国家下降更多。主要资本投入在下降,就业和劳动参与率同时减少,生产端两个要素投入下降,共同导致全球人均 GDP 下降。

全球通胀延续,美联储难以大幅降息

全球通胀水平在 2022 年达到 9% 左右,近期虽有所下降但仍然维持在 7% 左右的较高水平。粮食价格、能源价格以及地缘政治等多种因素推动全球通胀处于高位。全球通胀还具有较强黏性,虽然名义通胀指标明显下降,但核心通胀并没有很大的变化,劳动力市场趋紧。美国的通胀水平将难以下降至 2%,预计维持在 3% 左右。为抑制通胀,美联储很难大幅度降息。预计美联储至少要将 5.5% 左右的利率水平维持到 2024 年上半年,随后才可能开始缓缓下降。但无论如何,美联储将会确保利率维持在 3% 左右水平上,使得实际利率为 1% 左右,这决定了全球金融高利率基本格局。

在此格局下,美国国债收益率曲线,即市场利率,会产生很大变化。2021 年,美国 1 个月期限国

债利率几乎为0，30年期限国债利率为1.5%左右，2022年利率较2021年略有上升。但2023年美国1个月期国债收益率上升到5.5%以上，30年期利率下降至5%左右，出现了长短期债券利率倒挂现象。高市场利率影响到居民、企业，特别是政府的借贷成本，因此，债券收益率曲线是影响2024年金融市场的根本的一条曲线。

在上述利率水平下，政府的债务规模处于历史高位，政府付息负担会上升。2007年发达国家的整体债务占GDP比重在70%左右，2008年上升到90%左右，而后继续上升。到2020年，由于发达国家采取宽松的货币政策和财政政策，债务比重已经上升到120%。其间，政府债务的付息成本（利息支出占比）却由2.78%左右下降到1.8%左右，这主要得益于“0利率”政策。政府债务付息成本是制约利率政策的一个重要变量。由于政府债务高企，财政没有空间，无法承担高利率的付息成本，所以利率要降。但同时，通胀仍然具有黏性，不会降到2%以下，也迫使利率水平不会回到零利率。通胀、利率将是2024年最为交织的变量，而政府付息成本就是其中的杠杆变量。这是2024年金融“三角两难”的情景。

未来政府债务风险将逐步上升

债务问题主要是付息成本的问题。从2021年开始，美国和欧洲的整体付息成本从1.8%左右持续上升。这主要由于负债的期限结构变化，零利率的债券逐渐退出，5%左右利率的债券开始进入，推高了政府付息成本。政府付息成本上升到2%将是非常值得关注的问题。2024年美国经济增长为1.5%左右，但却要承担2%的付息成本，新的增长将不足以覆盖利息成本，财政和经济脆弱性由此产生。

进一步来看，当前财政政策和货币政策已没有太大空间。政府债务规模大幅扩张的后果由货币政策“买单”。过去10年，发达国家资产负债表规模快速扩张。2007年，美联储资产负债表规模大概只有0.7万亿美元，2008年扩大至1.5万亿美元，而后逐渐上升。2020年美联储资产负债规模急剧攀升，达到8万亿美元左右，相较于15年前扩张约10倍。同样，欧央行、日本央行的资产负债表也出现了大

规模扩张。为抗击高通胀，发达国家必须采取紧缩的货币政策，但这将导致经济衰退和金融危机。所以发达国家货币政策同样面临进退两难局面，由于通胀黏性，资产负债表要收缩，不能大幅降息，只能将利率维持在较高水平，流动性趋于紧张。这是2024年全球货币政策格局的重要特征。

上述局面将导致股票市场发生调整。比较美国三次危机中股市表现可以发现，1929年大萧条和2008年国际金融危机均使得美国股市急剧下跌。但2020年情况较为特殊，美国股市在危机发生的一周内下跌超过30%，跌幅超过1929年，但政府急剧的放水推动股市持续上涨。2022年开始虽有所调整，但2023年又反弹回到高位。这正是美联储大幅扩张资产负债表所支撑的。美联储流动性发生变动必然引起股票市场调整。

总结起来，上述几个变量互相交织，使得2024年的全球经济金融形势具有特殊性，要关注债务风险特别是政府债务风险。2008年国际金融危机后，由于发达国家推行强财政刺激和宽松货币政策，全球处于一个低利率、低通胀、低增长和高债务的阶段，即“三低一高”。2020年新冠疫情之后，发达国家继续采取财政刺激和宽松货币政策。2022年全球通胀水平急剧上升，美联储快速加息遏制通胀。在此情况下，2024年世界将走向一个“温滞胀”阶段，主要表现为中高的通胀、中高的利率、极高债务和低增长。在此过程中，政府支付利息的成本占GDP的比重逐渐上升，甚至超过GDP的增长速度，因此，债务风险特别是政府债务风险将逐步上升。

“双循环”和中国海外资产的安全性 余永定（中国社会科学院学部委员）

中国是美国的主要债权国之一，美国海外净债务规模调整将对中国经济金融体系造成重要影响，有必要关注其变化趋势并提前采取应对措施。

2006年，美国经常项目逆差占GDP比例为6%，海外净债务规模为1.8万亿美元，占GDP的比例为12%，全球经济学家都在讨论“全球不平衡”（Global Imbalances）问题。国际金融市场普遍出现对“突然停止”（Sudden Stop）的担心。“突然停止”是指

外国投资者出于对美国海外净债务规模较高而发生债务违约的担忧，突然停止购买美国资产，特别是美国国债。大规模“突然停止”将导致美元暴跌，使美国陷入国际收支危机。但是，这样的担心并未成为现实。2008年美国确实爆发了危机，但并不是国际收支危机，而是次贷危机。关于“全球不平衡”的讨论随之被束之高阁。

2021年，美国海外净债务规模达18万亿美元，是2006年的10倍，海外净债务占GDP比例约为70%，远高于2006年的12%。当前，美国海外净债务偿付压力较2006年显著上升。令人不解的是，现在在美国却几乎没人讨论美国的“外部可持续性”（External Sustainability）问题。但中国经济学家却不可对美国海外投资头寸严重恶化问题掉以轻心。

根据经济学理论推导，一国海外净债务增量等于国内私人储蓄投资缺口加上财政收支缺口减去投资收入（益）顺差。

从私人储蓄投资缺口看，历史上美国私人储蓄与私人投资基本保持平衡。2008年国际金融危机后，私人储蓄与私人投资之差由基本平衡转正。2008年以后，美国私人储蓄大于私人投资。私人储蓄增加是由多方面原因造成的。例如，美国收入分配不均加剧。根据2008年以来的趋势，可以预计未来10年，美国私人储蓄与投资顺差占GDP比例约为2%。

根据美国国会预算办公室相关数据显示，过去50年，美国财政赤字占GDP比例的平均值为3.5%。未来10年，美国仍将维持财政赤字，美国财政赤字占GDP比例预计将维持在5%左右。

长期以来，尽管是全球最大的净债务国，但美国却一直保持较大规模的投资收入顺差，这与美国对外负债（主要是国债）付息成本较低紧密相关。而2022年3月以来，美联储不断加息，联邦基金利率目标区间已升至5.25%~5.5%。美联储加息导致美国金融资产收益率提高，对外负债付息成本大幅攀升。这将侵蚀美国长期保持的较高水平的投资顺差。未来10年，可以假定美国投资顺差占GDP比例将维持在1%左右。

基于上述假设，并假设美国GDP增速为2%，可以推算出：随着时间推移，美国净海外债务占GDP比值将持续上升，直至达到100%。

2008年国际金融危机期间，作为美元外汇储备的最大持有国，中国十分担心美元贬值和美债违约对海外金融资产安全造成的威胁。当前，34%的美国国债由外国投资者持有，中国持有其中的12%，是美国国债第二大外国投资者。鉴于美国国债息票率较低，考虑到美国海外净负债急剧膨胀的后果，再加上美元的“武器化”，中国有必要有序减持美国国债。中国必须加紧调整海外资产负债结构和国际收支结构，提高海外资产收益率，降低外汇储备在海外资产中的占比，将外汇储备压缩到国际公认的外汇储备充足率水平。推动构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，通过扩张性财政货币政策刺激经济增长，特别是进口的增长。应该尽可能把美国开出的“借条”还给美国，换回国内发展所需要的实际资源。为此，必须摆脱重商主义的影响，进一步调整许多地方政府执行的出口鼓励政策（例如，出口退税政策），不惧怕在一定时期出现贸易逆差，把内需而不是外需作为经济增长的主要推动力。

金融如何支持中国式现代化建设

刘俏（北京大学光华管理学院院长）

中国经济增长的空间和底层逻辑

“保5”的重要性。对中国经济前景，目前有悲观和乐观两种观点。2015年之前我国GDP就跌破7%，疫情三年平均是4.5%，现在需要努力“保5”。“保5”之所以重要，在于未来十几年需要保持5%左右的增长，才能实现2035年人均GDP较2020年翻一番。这对于推进中国式现代化或者基本实现社会主义现代化具有重要意义。

全要素生产率对经济增长至关重要。分析增长前景要回归经济增长理论。过去我国增长主要靠要素投入（包括资本、劳动力的投入），以及全要素生产率（TFP）的增长。目前，中国已结束投资大周期，劳动力红利也在逐渐消失，全要素生产率的增长就变得更为重要。

中国是全世界最大的制造业国家，已基本实现工业化。从全球经验来看，实现工业化后，全要素生产率增速往往很难超过1%。美国具备最强的研

发实力和研究积累，但美国 21 世纪以来全要素生产率增速也在 1% 以内，主要由于服务业占比过高，没有较大规模的、有利于推进全要素生产率的产业作为支撑。日本、德国等国家在工业化之后也都面临这样的挑战。全要素生产率一般对经济增长贡献率可达 40%~50%，因此，美国在过去一段时间长期增长率为 2% 左右。

目前，中国的核心问题在于未来十几年能否找到新的增长动能，让全要素生产率保持 2.5% 甚至更高水平，从而保证 GDP 维持 5% 左右增速。中国有没有可能创造不一样的发展路径，在工业化后使全要素生产率达到更高水平？这是实现中国式现代化的关键支撑。

保持较高投资率是实现全要素生产率增长的关键。从实证证据来看，全要素生产率增速与投资率之间存在非常强的正相关关系，约为投资每增长 10%，全要素生产率增长 1.18%。未来中国如果保持比较高的全要素生产率增速，意味着投资率要保持在较高水平上。

投资节点行业和节点领域的溢出效应更高。传统上的节点行业包括基础设施建设、房地产等。根据投入产出表，国家统计局有 153 个二级行业，每个行业之间因为上下游关系形成一个网状结构。过去通过五年规划确定了一些核心关键节点行业，大量资源带动其上下游市场主体，把网络变得越来越密，其中密度最高的行业是所谓的节点行业。过去房地产是典型的节点行业，153 个二级行业里面只有 38 个跟房地产没有直接或间接的连接；换言之，超过 100 个行业与房地产有关联，其中 50 多个行业关系比较直接，在这种情况下，如果房地产行业投资下滑，对整体经济冲击就比较大。又如，高铁本身资本回报率并不高，但高铁行业带动大量上下游产业，产业链条长，因此也是典型的节点行业。我国聚焦大量资金投资节点行业，带来上下游市场主体崛起，对中国经济产生巨大溢出效应，这是中国增长模式跟美国增长模式不同之处。由于节点行业投资的直接经济回报率不高，但对经济整体的积极影响较大，应由国有企业来牵头进行资源配置，产生纯粹市场机制作用下起不到的效果，这也是中国发展的特点。

金融支持高质量发展的节点行业和关键领域

未来十几年还将有哪些节点行业？厘清这一问题将对金融引导资源配置产生重要作用。该问题没有既有答案，有四大领域或可成为金融配置资源时应重点关注的节点行业。

第一，碳中和与万物互联。文明跟文明之间的区别，可能体现在能源使用以及人和人之间交互的方式、强度等两大方面。工业文明是对人类文明水平极大的提升，根源在于对化石能源的使用。现代交通设施（包括通信设施）的发展使人与人之间互动摆脱了物理位置的限制。现在我们面临新的文明的开端。未来，化石能源很难支撑可持续发展，人工智能、大数据、脑机接口等技术也将深刻改变人与人之间的交互方式，这都将产生巨大投资需求。例如，为实现碳中和，到 2050 年中国或将产生近 300 万亿元人民币的投资需求，完全可以弥补因为房地产或者其他基础设施固定资产投资下滑产生的缺口。

第二，强大的国内市场。没有任何一个现代化国家居民消费率占 GDP 的比例不到 40%。中国目前居民消费率占 GDP 约 38%，日本在 60% 以上，美国高达 70%。进一步来看，我国服务消费只占整个消费的不到 50%。到 2035 年居民消费率应会提高到 60% 以上，服务消费应该占到居民消费的 60% 以上。相关产业投资与发展空间巨大，特别是服务消费，包括金融服务、医疗健康、文化娱乐等都是未来服务消费的重点，但目前供给端投资严重不足。此外，居民消费率低的一个重要原因在于我国居民可支配收入占 GDP 比重较低，只有 43%。未来一方面需要通过劳动生产率提升，一次分配、二次分配、三次分配等提升居民可支配收入；另一方面，需要金融业发挥作用。我国居民可支配收入中财产性收入的比例只有 4%，而美国是 16%。即我国居民投资房地产、股票等各种金融产品，所获财产收入只占 GDP 的 4%，如果提高到美国水平，意味着中国居民可支配收入占 GDP 能达到 55% 以上。这将给中国产业结构重塑带来巨大机会。

第三，向全球价值链上游攀升。全球贸易中，中间品进出口占全球贸易量比重越高，在全球产业

链或供应链中的地位就越重要。美国向全球提供中间品、核心的底层技术、零部件，处于价值链上游，而我国在中游甚至偏下游。未来如果要向上游迈进，需要大量投资，例如研发投资。近年来，我国研发投入明显升高，2022年达到3万亿元人民币，占GDP比重达2.54%。但我们研发结构不合理，基础研究占比太低，只占研发支出的6.3%，即2000亿元人民币，美国这一投资则是1万亿元人民币，是我国5倍，而且过去60年一直保持这种投资强度。我国最近几年开始发力，但积累以及投资强度还很不足。

第四，实现共同富裕、减轻收入分配不平等。我国财富分配不平等主要体现在城乡二元结构。一方面，农业就业人员劳动生产率低，农业贡献7.7%的GDP，但农业劳动力占比将近25%，生产率偏低；另一方面，未来大量农业基础人员需要向第二、第三产业迁移，到2035年约1.4亿人将迁移到其他行业。目前城市有18%的人口（相当于2.55亿人）是没有户籍的常住人口，二者合计约为4亿人。这4亿人在城市发展需解决住房、公共服务、子女教育等问题，也需提供足够多的就业岗位。这既是挑战也是机遇，会产生大量新行业崛起的可能性，可能成为未来投资的重点。

对宏观政策的再思考

未来我国需要大量投资来提升全要素生产率增速。为此或可重新思考财政政策甚至货币政策，例如，或应推行更加积极的财政政策。按最新数据或者最宽的口径，我国国债规模为25万亿元，地方政府债规模为40万亿元，再加上平台公司债60万亿元，合在一起120万亿元左右。而美国联邦政府债务是GDP的130%。如果把中国政府债务提高到GDP的150%，会带来60万亿元的新增资金，对于未来一段时间提高中国全要素生产率、支撑节点行业崛起将具有重要意义，对中国经济保持高质量发展具有重要意义。

此外，在研发甚至对低收入群体也可采取现金转移支付或者消费券转移支付方式提供支持。目前很多企业估值较低但资产质量很高，可考虑由财政甚至央行直接购买这些企业的股票，以此拉动股市，从而保证投资率，顺利实现新旧动能转换。

奔跑在悬崖边上的“威利狼”

管涛（中银证券全球首席经济学家）

回顾历史，2008年国际金融危机后，美联储采取非常规的货币政策，实施零利率与量化宽松政策。但在量化宽松的中后期，美国财政政策开始退坡，2009—2011年美国每个财政年度平均赤字率为9%，而2013—2019年平均仅为3.5%。财政政策与货币政策未协调联动致使美国货币政策量化宽松效果受到影响，大量过剩流动性流入海外，特别是新兴市场，并未引发通胀水平飙升。

与之不同的是，2020年为应对疫情冲击，美国再次开启量化宽松政策，同时推出自二战以来空前的财政刺激政策。2020—2023年，美国财政年度平均赤字率为9.8%，高于2009—2010年9%的水平。2023年美联储在货币政策维持紧缩状态的同时，财政政策仍继续加力。本轮周期中，在财政政策和货币政策“双刺激”叠加供给侧冲击的背景下，通胀“暂时论”和“见顶论”破产，美联储不得不启动40年以来最激进的紧缩货币政策。

美国反通胀举措取得积极成果。2023年10月，美国CPI和核心CPI分别同比增长3.2%和4.0%，PCE和核心PCE分别增长3%和3.5%。如果按照2023年9月美联储点阵状图预测，2023年年底美国PCE和核心PCE将分别降至3.3%、3.7%。

历史上，美联储每一次货币政策紧缩都以经济衰退或者金融危机收场。只不过有些发生在美国本土，有些发生在美国以外。2022年，美联储开启40年以来最激进的货币政策紧缩，但到目前为止，除引发中小银行动荡以及瑞士信贷倒闭外，美国经济仍具有韧性。美国2023年第三季度经济增速环比折年率为5.2%，失业率虽有反弹，但仍处历史低位，美国经济整体表现良好。这主要受超额储蓄、正财富效应和前期低成本融资等三个因素支撑。

美国经济超强韧性既是成绩，也是抗通胀路途上的阻力。2023年旧金山联储在探讨美国通胀的原因时，将需求过热的比重由1/3上调至1/2，供给侧冲击的比重由1/2下调至1/3。这表明，如果美国经济过热，通胀仍将保持一定黏性。2023年11月9日，美联储主席鲍威尔在国际货币基金组织研究年

会上明确表示，经济增长好于预期可能会影响抗通胀的效果，需要通过货币政策调整做出回应。

展望未来，主要应关注三个方面：一是2024年美联储依然面临紧缩不足或紧缩过度的风险。如果美国经济韧性超预期，意味着美国通胀超预期，美联储货币政策紧缩也将超预期。二是高度关注美联储货币政策尾部效应。2022年美联储激进加息对我国的影响相对较小，2023年虽然美联储只加息4次，但产生的影响大于2022年。三是中央金融工作会议提出，要建设金融强国，坚持统筹金融开放和安全。如何在扩大开放过程中以开放促改革、促发展，同时确保国家金融安全，防范跨境资本流动冲击风险，是新的课题和考验。

经济发展与全球合作

杰弗里·萨克斯（哥伦比亚大学教授）

当前，全球政治经济面临较大的动荡和不确定性。

一是环境危机迫在眉睫。全球变暖的速度加快，过去10年上升了0.3摄氏度，《巴黎协定》设定的在未来几年将升温控制在1.5摄氏度以内的目标恐怕很难实现。

二是世界秩序变革引发地缘政治冲突。自二战以来美国一直是世界军事、经济、金融和科技强国，苏联解体后，美国进一步巩固了世界霸主地位。然而，21世纪以来，随着科技创新加速与各国军事力量增强，全球政治与经济权力愈发分散，世界政经格局面临再平衡。例如，1980年后中国在金融、经济、科技、军事等领域取得长足进步，拥有了更大的世界影响力。俄罗斯在抵御北约扩张和西方对乌克兰军事援助等方面也取得一定成就。世界正向多极化转变，而美国仍抱守单边主义政策，将给全球经济发展增添更多不稳定因素。

三是科技发展、军事行动与政治角力相互交织。人工智能、数字技术日新月异，不仅推动了全球发展，也增加了地缘政治冲突概率。近年来，美国升级对华科技战略，试图遏制中国的半导体、芯片等高科技产业发展。但美国低估了中国在“卡脖子”领域的创新能力，其遏制中国的战略注定会以失败

告终。同时，美国试图弱化俄罗斯在东地中海和中东地区的影响力。

上述危机看似彼此交织、难以解决，但归根结底是由于世界大国之间缺乏合作。我们认为，中美两国之间不存在难以调和的矛盾，当前两国矛盾的根源在于美国“霸权主义”“美国优先”的战略思维。经济不是零和博弈，中美合作不仅符合两国的利益，也符合全世界的利益。中美矛盾的解决需要美国改变其外交政策。部分美国政客不了解中国历史与现状，不理解中国开展国际合作的坚守和追求，不断煽动本国的反华情绪。当前美国的外交政策不仅有违《联合国宪章》，也难以推动经济社会发展、提高人民生活水平、捍卫美国国家安全。相比之下，中国的对外政策建立在和平、合作、沟通、交流的基础上，遵循《联合国宪章》，是大国外交政策的典范。

未来，中国应该继续深化与世界各国的经贸合作，尤其是同“一带一路”共建国家和地区的合作，扩大向发展中经济体出口与投资。在当前的外交政策下，美国对于中资企业在美经营的限制增加，且单方面增加关税，迫使在华美国企业撤离，导致中国对美出口呈下降态势。为此，中国一方面应该通过寻求世界贸易组织介入、双边经贸对话等方式，确保美国市场对华开放；另一方面，要积极开拓其他市场。一是深化与新兴经济体贸易往来。目前，中国是全球唯一以较低成本开展先进基础设施建设的国家，这对于全球（尤其是新兴经济体）的可持续发展尤为重要。具体看，中国在光伏、风电设备、特高压输电线路、大型水电站、5G等领域拥有领先的技术。相关领域对于推动新兴经济体发展具有重要意义。中国应该坚持出口导向，并加大对新兴经济体出口。二是为新兴经济体提供长期融资。中国花了40年摆脱贫困，其他发展中国家和地区也需要长期资金投入，才能跨越中等收入陷阱。在此过程中，将创造大量经贸合作需求，也为人民币国际化创造机遇。中国既能推动产品、技术、基础设施等更好地“走出去”，也为全球可持续发展作出了积极贡献。在百年未有之大变局下，未来20年中国经济前景乐观，中国的发展将推动全球变成一个日益合作的世界，甚至使美国的外交政策转为长期合作。

2024 年西欧经济前景展望

杰拉德·里昂斯（中国银行（英国）有限公司
独立董事、渣打银行前首席经济学家）

预计英国和欧元区在未来一年将处于困难的经济环境之中。

2024 年西欧经济前景充满挑战

一是廉价资金将被高利率资金所取代。为应对 2008 年国际金融危机，英国和欧元区实施了超宽松的货币政策，通过购买政府债券让利率维持在较低区间。但长期低利率使得资产价格快速上涨，市场的风险定价功能被大大削弱，导致信贷资源分配效率降低，造成了近两年的通胀飙升。为应对通胀，中央银行实施了紧缩的货币政策，但也使经济脆弱性上升。

二是政策关注点由通胀转向增长。欧洲的通胀问题与美国的不同。美国的通胀问题是由强劲的国内需求和宽松的财政政策引发的。而英国和欧元区通胀飙升是由新冠疫情和乌克兰危机引发的供给侧冲击和货币政策。当前，供给侧冲击力度和宽松货币政策都发生了变化，预计 2024 年上半年，西欧各国核心通胀水平将有所下降，但仍维持在 3% 左右，高于新冠疫情前的 1%~2%。市场预计，英国和欧元区基准利率将在 2024 年下半年开始下调，部分人士认为利率需要更早下调，但我们认为，利率下调应该是逐步的。

三是债务风险值得警惕。欧洲公共债务和私人债务均处于较高水平。英国、法国、意大利债务水平较高，且由于经济增长率低于付息成本，未来几年可能面临债务风险。德国公共债务水平虽然不高，但同样面临付息成本上升的挑战。

四是气候转型和政党更迭。乌克兰危机导致西欧国家能源脆弱性显现，西欧国家在能源安全与绿色转型之间面临挑战。荷兰近期举行了议会选举。英国大选将在 2025 年 1 月之前举行，届时保守党政府可能被工党取代。法国和德国虽没有大选，但政治局势也很脆弱。

2024 年英国经济前景脆弱

英国经济仍未从 2008 年全球金融危机中恢复。

2008 年危机之前，英国经济的潜在增长率为 2%。此后，英国一直是低增长、低生产率和低工资的经济体。根据英国预算责任办公室（OBR）的预测，目前英国潜在经济增长率为 1.6%，但大多数经济学家的预测仅为 1%~1.2%。自脱欧以来，英国经济增长率高于德国、意大利，低于法国。

2024 年，英国经济增长仍然疲软，许多指标表明，衰退即将到来。例如，采购经理人指数已经处于衰退区域，银行贷款增速逐年下降。同时，紧缩货币政策的影响尚未体现出来。高利率对经济的影响有 12~18 个月的滞后时间。

目前英国经济的积极因素是，就业市场有所疲软，但仍具韧性。在通胀率下降的同时，企业正在积极创造岗位，且工资增长率高于通货膨胀率。英国政府试图在 2024 年 3 月选举前采取更积极的财政政策。如果能够采取足够宽松的政策，同时保持市场信心，英国经济增速有望达到官方预测的 0.7%。

欧元区经济前景依然脆弱和不平衡

欧元区在许多方面面临着与英国相同的挑战。2023 年第三季度欧元区经济略有收缩，第四季度可能停滞不前，因此欧元区经济在 2023 年下半年恐陷入衰退。

得益于通胀下降和经济刺激，欧元区经济 2024 年有望回升。OECD 认为，欧元区通胀率将由 2022 年的 5.6% 降至 2024 年的 3.2%，2025 年进一步降至 2.1%。与英国不同，2024 年上半年，欧元区通胀水平比英国下降更快。通胀下降将会提振消费能力。预计 2024 年意大利、德国、法国经济增长率分别为 1.2%、1.5% 和 1.7%。

综上，在全球经济发生结构性变化的今天，无论在经济上还是政治上，英国和欧元区都需要重新定位，再次审视其经济周期中所处的位置。

（责任编辑：冯天真）