

2024年全球经济软着陆 2025年前景充满变数

宏观金融与航运团队 陈臻 Z0018730

2025年3月2日

- 2024年世界经济增速预期2.8%。欧美两大经济体摆脱了衰退风险，实现了软着陆。去年美国经济增长录得2.8%，欧盟和英国均为0.9%。日本前两个季度均出现同比负增长，依靠四季度强势复苏，将全年经济增速拉回正值0.07%。越南在主要经济体中增速最高，达到7.3%，其次是印度前三季度的6.6%。全球制造业复苏，制造业PMI时隔一个月再度重返荣枯线以上。
- 2024年至今，全球货币政策整体从紧缩转向宽松。由于经济疲软，欧洲各大央行在2025年继续降息，欧洲央行、英国央行、丹麦央行、捷克央行均降息25BP，瑞典央行两连降累计50BP。新西兰和加拿大也因为经济疲软继续降息。随着通胀回落，印度和澳大利亚央行开启首轮降息。日本通胀反弹至4%，日本央行认为已摆脱通缩风险，在1月开启第三轮加息，目前基准利率已经提升至0.5%。特朗普关税和移民政策可能引发美国通胀反弹，美联储1月如期暂停降息。
- 2月初美元指数在接近110点后迅速回调，2月月下旬多次尝试106点压力位，主要有以下几个原因：部分经济指标低于预期或不如前值；俄乌以及加沙和谈持续推进，地缘局势有所降温，美元避险需求下降；美国总统特朗普多次施压要求美联储加快降息步伐，3月初众议院将对联储召开听证会；日本央行加息。欧洲通胀反弹，市场对于欧洲央行和英国央行预期略有降温；特朗普宣称的贸易战一再延期。2月底，加沙和谈前景不顺利，特朗普宣布对中墨加三国加征关税，美元指数出现反弹。预计3月美元指数中枢在107-109点。
- 2025年世界经济增速预期2.8%，低于疫情前发展水平，前景充满不确定性，尤其是特朗普的关税政策极易导致别国反击，导致全球贸易逆全球化。目前特朗普已经对中国、加拿大、墨西哥加征关税，4月2日还有可能实施“对等关税”，未来或对欧盟加征关税。世界银行警告称倘若特朗普政府加征10%关税且遭到其他国家采取报复性关税，2025年世界经济增速或下调0.3BP至2.4%。



CONTENT 目录

第一部分 各国经济差异化发展 全球货币政策继续宽松

第二部分 美国：经济软着陆 正式开启贸易战

第三部分 欧洲：经济弱复苏 多家央行已降息

第四部分 日韩：日本经济避免衰退 韩国开启第三轮降息

第五部分 新兴经济体：印度制造业扩张 越南出口高增长

第六部分 全球宏观经济综合展望

1、2024年主要经济体实际GDP

2024年全球主要经济体实际GDP										
经济体	一季度同比	二季度同比	三季度同比	四季度同比	前三季度/全年	前三季度/全年GDP（万亿本币）	美元兑本币汇率	前三季度/全年GDP（万亿美元）	地理位置	经济发展水平
美国	2.9%	3.0%	2.7%	2.5%	2.8%	23.3022	1	23.3022	北美洲	发达经济体
中国	5.3%	4.7%	4.6%	5.4%	5.0%	128.2321	7.1217	18.0058	亚洲	发展中国家
欧盟	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%	0.9%	13.3209	0.9242	14.4134	欧洲	发达经济体
日本	-0.9%	-0.7%	0.6%	1.3%	0.1%	557.4540	151.4842	3.6799	亚洲	发达经济体
英国	0.5%	0.9%	1.0%	1.4%	0.9%	2.5598	0.7824	3.2717	欧洲	发达经济体
印度	7.8%	6.7%	5.4%		6.6%	134.9784	83.4023	1.6184	亚洲	发展中国家
韩国	3.1%	2.3%	1.6%	1.3%	2.1%	2,289.6688	1,352.3997	1.6930	亚洲	发达经济体
澳大利亚	1.1%	1.0%	0.8%		1.0%	1.9592	1.5097	1.2977	大洋洲	发达经济体
俄罗斯	5.4%	4.1%	3.1%		4.2%	103.8459	90.1468	1.1520	欧洲/亚洲	发展中国家
墨西哥	1.5%	2.2%	1.7%	0.5%	1.5%	101.7515	18.3263	5.5522	北美洲	发展中国家
加拿大	0.8%	1.1%	1.5%		1.1%	1.8083	1.3602	1.3294	北美洲	发达经济体
印度尼西亚	5.1%	5.0%	4.9%	5.0%	5.0%	12,920.2817	15,869.1371	0.8142	亚洲	发展中国家
新加坡	3.3%	3.5%	5.7%	5.0%	4.4%	0.5618	1.3363	0.4204	亚洲	发达经济体
菲律宾	5.8%	6.4%	5.2%	5.2%	5.6%	22.2397	57.2774	0.3883	亚洲	发展中国家
马来西亚	4.2%	5.8%	5.3%	4.8%	5.0%	1.6466	4.5718	0.3602	亚洲	发展中国家
泰国	1.7%	2.3%	3.0%	3.2%	2.3%	11.1778	35.2845	0.3168	亚洲	发展中国家
巴西	2.6%	3.3%	4.0%		3.3%	1.0073	5.2388	0.1923	南美洲	发展中国家
越南	6.0%	7.4%	7.8%	7.9%	7.3%	6,251.8262	24,141.4921	0.2590	亚洲	发展中国家
南非	0.5%	0.3%	0.3%		0.4%	3.4718	18.4779	0.1879	非洲	发展中国家
新西兰	1.4%	-0.5%	-1.6%		-0.2%	0.2082	1.6400	0.1269	大洋洲	发达经济体
阿根廷	-5.2%	-1.7%	-2.1%		-3.0%	0.5244	888.8220	0.0006	南美洲	发展中国家
沙特阿拉伯	-1.7%	-0.3%	2.8%		0.2%	2.5827	3.7500	0.6887	亚洲	发展中国家
尼日利亚	3.0%	3.2%	3.5%		3.2%	56.6790	1,430.7255	0.0396	非洲	发展中国家
土耳其	5.3%	2.4%	2.1%		3.2%	0.8969	32.2276	0.0278	欧洲/亚洲	发展中国家
瑞士	0.4%	1.5%	1.9%	1.5%	1.3%	576.7901	0.8808	654.8480	欧洲	发达经济体
巴勒斯坦	-34.9%	-32.3%	-30.1%		-32.4%	0.0081	1.0000	0.0081	亚洲	发展中国家

2024-2025年全球制造业PMI

指标名称	全球制造业PMI	产出	新订单	投入价格	就业
2025-01	50.10	50.60	50.80	54.50	48.50
2024-12	49.60	49.20	49.50	54.40	49.40
2024-11	50.00	50.40	50.20	53.90	49.00
2024-10	49.40	50.10	48.70	53.20	48.60
2024-09	48.70	49.20	47.20	53.20	48.90
2024-08	49.60	50.00	48.90	55.00	49.70
2024-07	49.70	50.20	48.80	55.20	50.00
2024-06	50.80	52.30	50.70	55.30	50.50
2024-05	51.00	52.80	51.20	54.80	50.30
2024-04	50.30	51.40	50.40	54.10	50.00
2024-03	50.60	51.90	50.90	52.40	50.10
2024-02	50.30	51.20	50.40	52.90	49.60
2024-01	50.00	50.30	49.80	53.00	49.50

2024-2025年全球服务业PMI

指标名称	全球服务业PMI	新订单	积压工作	投入价格	就业
2025-01	52.20	52.50	49.80	57.70	51.60
2024-12	53.80	53.60	50.00	56.60	50.60
2024-11	53.10	53.00	50.90	56.40	50.30
2024-10	53.10	52.70	49.40	57.30	50.20
2024-09	52.90	52.40	50.10	57.40	50.40
2024-08	53.80	53.30	49.00	57.10	50.00
2024-07	53.30	52.80	49.70	57.70	51.70
2024-06	53.10	52.40	50.00	56.70	51.50
2024-05	54.00	53.20	49.90	57.20	51.10
2024-04	52.70	52.20	49.70	57.20	49.80
2024-03	52.40	52.50	49.20	58.10	51.20
2024-02	52.40	52.00	49.10	57.10	51.10
2024-01	52.30	52.00	50.60	57.20	51.20

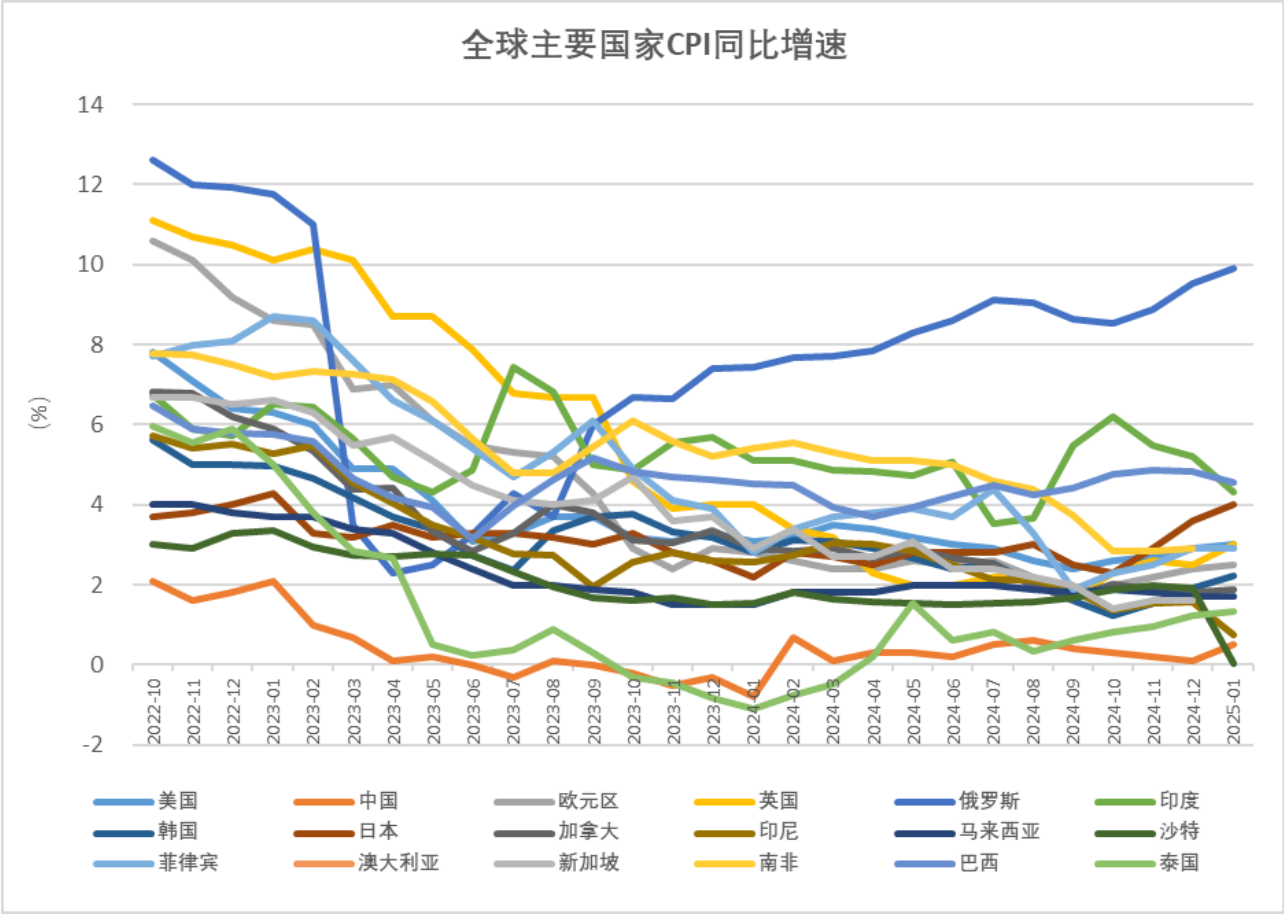
- 1月全球制造业PMI录得50.1，重返荣枯线以上，值得一提的是去年下半年仅11月刚刚达到荣枯线。相较而言，全球服务业持续扩张，从2023年1月至今连续25个月高于荣枯线，但扩张速度有所放缓，1月录得52.2，为2024年以来新低。
- 全球制造业和服务业的投入价格PMI分项分别录得54.5和57.7，均高于前值，说明全球通胀压力依然偏高。
- 全球制造业的就业PMI低于荣枯线，而服务业高于荣枯线，说明服务业还在不断吸纳新就业人口，而制造业不断裁员。

2024-2025年全球主要央行货币政策				
货币政策（以2025年调整为准）	经济体	2024年利率变动幅度	2025年1-2月利率变动幅度	最新利率
降息	阿根廷	降息6800BP	降息300BP	29.00%
	墨西哥	降息125BP	降息50BP	9.50%
	新西兰	降息125BP	降息50BP	3.75%
	瑞典	降息125BP	降息50BP	2.25%
	南非	降息50BP	降息25BP	7.50%
	印度	0	降息25BP	6.25%
	印尼	降息25BP	降息25BP	5.75%
	英国	降息50BP	降息25BP	4.50%
	澳大利亚	0	降息25BP	4.10%
	捷克	降息275BP	降息25BP	3.75%
	加拿大	降息175BP	降息25BP	3.25%
	欧元区	降息100BP	降息25BP	2.75%
	韩国	降息50BP	降息25BP	2.75%
	丹麦	降息100BP	降息25BP	2.50%
	泰国	降息25BP	降息25BP	2.00%
未变化	土耳其	加息475BP/降息250BP		47.50%
	尼日利亚	加息875BP		27.50%
	俄罗斯	加息500BP		21.00%
	冰岛	0		8.75%
	罗马尼亚	0		7.00%
	匈牙利	降息425BP		6.50%
	菲律宾	降息75BP		6.25%
	塞尔维亚	降息75BP		5.75%
	波兰	0		5.75%
	挪威	0		4.50%
	以色列	降息25BP		4.50%
	美国	降息100BP		4.25—4.5%
	马来西亚	0		3.00%
	瑞士	降息125BP		0.50%
	哈萨克斯坦	降息175BP	加息100BP	15.25%
加息	巴西	降息100BP/加息175BP	加息100BP	13.25%
	日本	加息35BP	加息25BP	0.50%

2024年至今全球货币政策整体从紧缩转向宽松，今年1-2月采取降息央行的数量明显多于加息，部分央行在新年暂且选择按兵不动。

- 降息：由于经济疲软，欧洲各大央行在2025年继续降息，欧洲央行、英国央行、丹麦央行、捷克央行均降息25BP，瑞典央行两连降累计50BP。新西兰和加拿大也因为经济疲软继续降息。随着通胀回落，印度和澳大利亚央行开启首轮降息。阿根廷目前通胀率从高位回调，阿根廷央行选择1-2月继续降息300BP。
- 加息：日本通胀反弹至4%，日本央行认为已摆脱通缩风险，在1月开启第三轮加息，目前基准利率已经提升至0.5%。由于通胀率持续反弹逼近5%，巴西央行从去年5月开始货币政策转向，从宽松转向紧缩。
- 未变化：特朗普关税和移民政策可能引发美国通胀反弹，美联储1月如期暂停降息。虽然俄罗斯通胀接近10%，但基准利率已经达到21%，继续加息将对脆弱的经济雪上加霜，因此俄罗斯央行选择暂且停止加息。土耳其通胀依然高达42%，土耳其央行并未继续降息担忧通胀反弹。

4、通胀问题喜忧参半



全球主要经济体通胀率			
	2025-01	2024-12	2024-11
美国	3.0	2.9	2.7
中国	0.5	0.1	0.2
欧元区	2.5	2.4	2.2
英国	3.0	2.5	2.6
俄罗斯	9.9	9.5	8.9
印度	4.3	5.2	5.5
韩国	2.2	1.9	1.5
日本	4.0	3.6	2.9
加拿大	1.9	1.8	1.9
印尼	0.8	1.6	1.6
马来西亚	1.7	1.7	1.8
沙特	0.0	1.9	2.0
菲律宾	2.9	2.9	2.5
新加坡		1.6	1.6
南非		2.9	2.8
巴西	4.6	4.8	4.9
泰国	1.3	1.2	1.0
土耳其	42.1	44.4	47.1
阿根廷	84.5	117.8	166.0

- ◆ 为了刺激经济复苏，各大央行转向宽松，导致通胀反弹，美国、欧元区、英国分别回升至3%、2.5%、3%。在西方国家制裁下，俄罗斯通胀持续反弹至9.9%。日本通胀反弹至4%，暂时摆脱通缩风险。
- ◆ 巴西在通胀持续反弹后，将货币政策从宽松转变为收紧，2024年12月通胀出现回落。
- ◆ 阿根廷和土耳其恶性通胀所有好转，土耳其降至42.1%，阿根廷降至84.5%。不过，随着阿根廷央行大幅降息，后期通胀可能反弹。



CONTENT 目录

第一部分 各国经济差异化发展 全球货币政策继续宽松

第二部分 美国：经济软着陆 正式开启贸易战

第三部分 欧洲：经济弱复苏 多家央行已降息

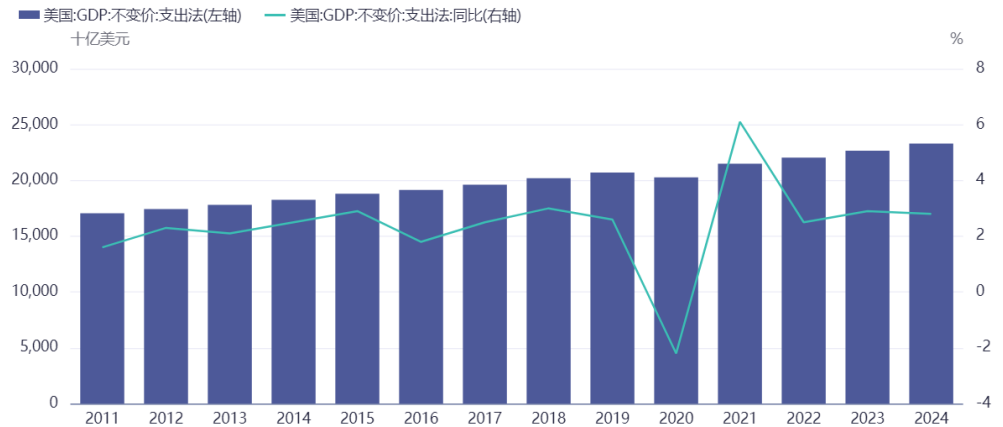
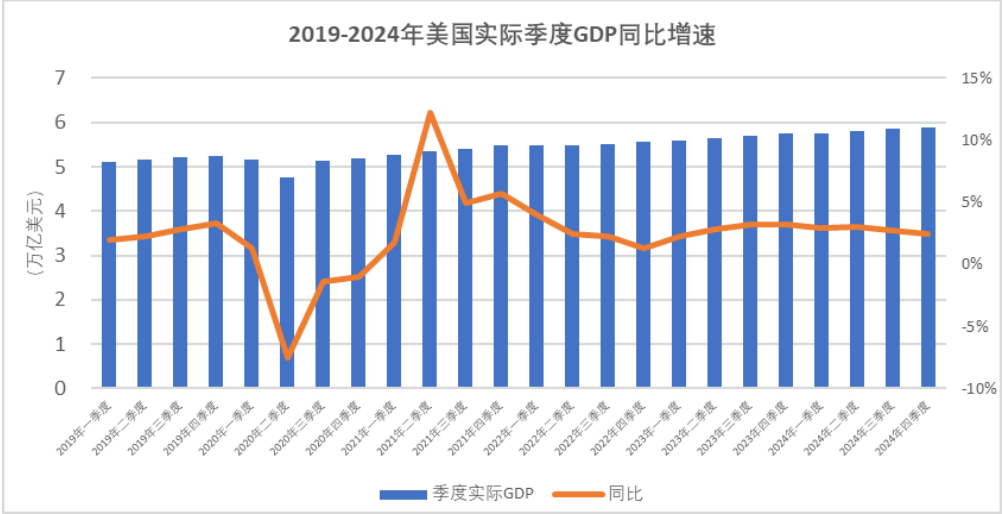
第四部分 日韩：日本经济避免衰退 韩国开启第三轮降息

第五部分 新兴经济体：印度制造业扩张 越南出口高增长

第六部分 全球宏观经济综合展望

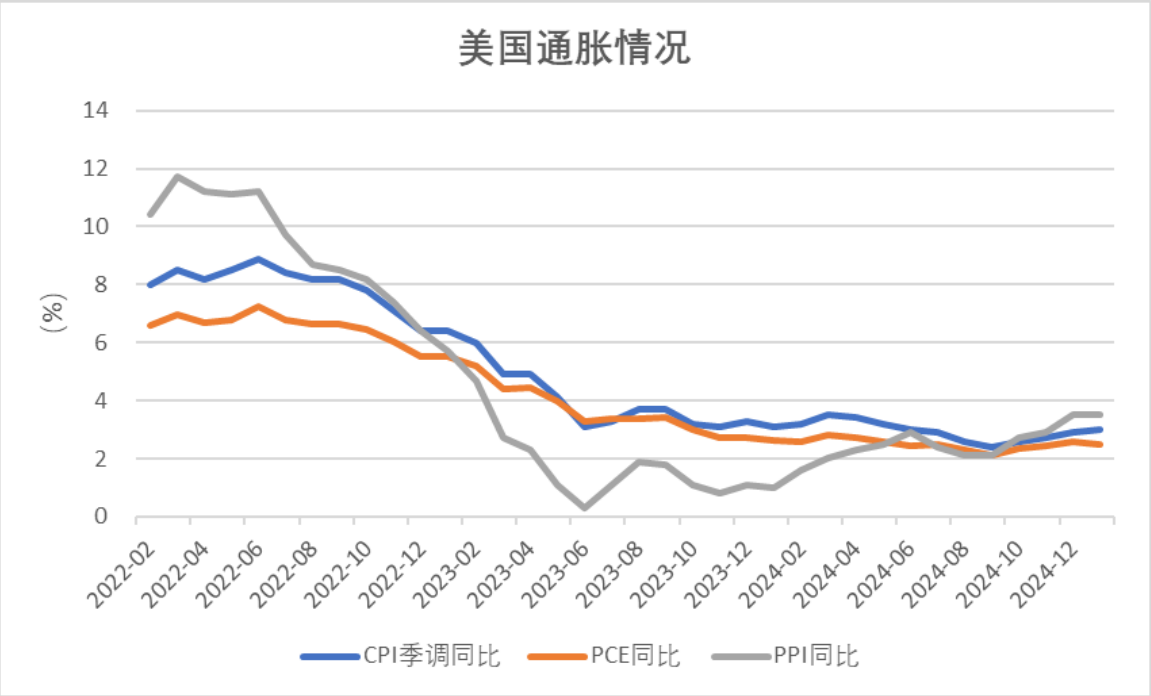
1、美国经济基本面（1）：经济软着陆

2024年美国GDP及各分项增速				
指标名称	实际GDP（万亿美元）	同比	占比	同比增速拉动率
GDP	23.30	2.8%	100%	2.8%
个人消费	16.05	2.8%	68.9%	1.9%
商品	5.45	2.4%	23.4%	0.6%
耐用品	2.05	3.3%	8.8%	0.3%
非耐用品	3.41	1.9%	14.6%	0.3%
服务	10.62	2.9%	45.6%	1.3%
国内私人投资	4.34	4.0%	18.6%	0.7%
固定资产投资	4.26	3.8%	18.3%	0.7%
非住宅类	3.51	3.7%	15.1%	0.6%
建筑	0.68	3.2%	2.9%	0.1%
设备和器械	1.33	3.4%	5.7%	0.2%
知识产权产品	1.51	4.1%	6.5%	0.3%
住宅类	0.79	4.2%	3.4%	0.1%
私人存货变化	0.04	14.7%	0.2%	0.0%
净出口	-1.04	11.2%	-4.5%	-0.5%
出口	2.61	3.2%	11.2%	0.4%
进口（负项）	3.64	5.4%	15.6%	0.8%
政府消费支出和投资	3.94	3.4%	16.9%	0.6%
残差	-0.03	-27.5%	-0.1%	0.0%



- 2024年美国实际GDP录得23.3万亿美元，同比增长2.8%，略低于2023年的2.9%，其中四个季度均实现同比和环比正增长，并且增速较为平滑，未大起大落。美国经济实现软着陆，并未出现2023年担忧的经济衰退。
- 再看具体分项，“个人消费”GDP录得16.05万亿美元，占GDP比重68.9%，对于GDP增速拉动率1.9%。其中，“服务”GDP占比将近十“商品”GDP的两倍，并且增速更快。在“商品”中，“耐用品”GDP增速高于“非耐用品”GDP，可以看出经过疫情期间囤货消耗后，耐用品需求再度复苏。“国内私人投资”GDP增速4%，其中非住宅类GDP增速3.7%，住宅类GDP增速4.2%。“净出口”始终是拖累美国GDP的负项，并且进口GDP增速高于出口GDP增速2.2个百分点，导致净出口GDP负项规模扩大。“政府消费支出和投资”GDP增速3.4%，相对稳定。

2024-2025年美国季调CPI分项同比增速（%）														
月份		2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01
总项	CPI	3.00	2.90	2.70	2.60	2.40	2.60	2.90	3.00	3.20	3.40	3.50	3.20	3.10
	核心CPI	3.30	3.20	3.30	3.30	3.30	3.30	3.20	3.30	3.40	3.60	3.80	3.80	3.90
分项	商品	0.80	0.20	-0.30	-1.10	-1.30	-1.10	-0.30	-0.30	0.10	0.30	0.60	0.30	0.10
	服务	4.20	4.40	4.50	4.70	4.70	4.80	4.90	5.00	5.20	5.20	5.30	5.00	5.00
细项	食品与饮料	2.40	2.40	2.30	2.10	2.20	2.10	2.20	2.20	2.10	2.20	2.30	2.20	2.50
	能源	0.80	-0.30	-3.10	-4.80	-6.80	-4.10	1.00	1.00	3.60	2.40	1.80	-1.80	-4.20
	住宅	3.80	4.10	4.10	4.20	4.10	4.30	4.30	4.40	4.60	4.50	4.60	4.50	4.60
	服装	0.50	1.30	1.20	0.30	1.80	0.20	0.10	0.60	0.80	1.30	0.40	0.00	0.10
	交通运输	3.10	1.60	0.30	-0.30	-1.10	-0.60	1.10	1.20	2.70	3.50	4.00	2.80	1.80
	医疗保健	2.60	2.80	3.10	3.30	3.30	3.00	3.20	3.30	3.10	2.60	2.20	1.40	1.00
	娱乐	1.60	1.10	1.50	1.00	0.70	1.50	1.40	1.30	1.40	1.50	1.90	2.10	2.80
	教育与通信	0.50	0.60	0.70	0.80	0.90	1.00	0.90	0.70	0.50	0.40	0.20	0.40	0.00



- 美国三大通胀指标，均在2024年9月出现阶段性底部，随后连续反弹，与美联储开启首轮加息时间表相对应。1月三大通胀指标涨跌互现，CPI同比增速3%，高于前值2.9%；PCE同比增速2.51%，低于前值2.6%；PPI同比增速3.5%，与前值持平。
- 再看CPI具体分项，服务业依然是拉动美国通胀最关键的因素，尤其住宅黏性较强。商品通胀率虽然偏低，但2024年12月由负转正。

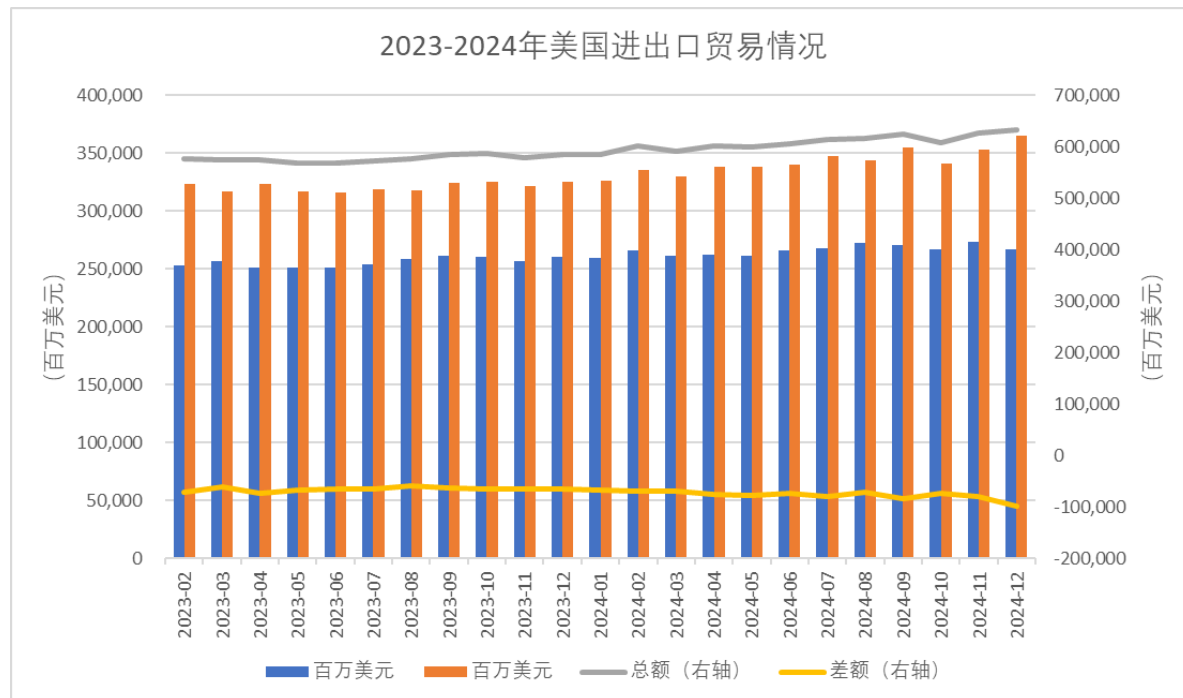
2024-2025年美国ISM制造业PMI

指标名称	制造业PMI	新订单	产出	就业	物价	进口	自有库存	订单库存	客户库存	新出口订单
2025-01	50.90	55.10	52.50	50.30	54.90	51.10	45.90	44.90	46.70	52.40
2024-12	49.20	52.10	49.90	45.40	52.50	49.70	48.40	45.90	46.70	50.00
2024-11	48.40	50.30	47.50	48.10	50.30	47.60	47.70	41.80	48.40	48.70
2024-10	46.90	47.90	47.00	44.80	54.80	48.30	43.20	42.30	46.80	45.50
2024-09	47.50	46.10	49.80	43.90	48.30	48.30	43.90	44.10	50.00	45.30
2024-08	47.50	44.60	44.80	46.00	54.00	49.60	50.30	43.60	48.40	48.60
2024-07	47.00	47.40	45.90	43.40	52.90	48.60	44.50	41.70	45.80	49.00
2024-06	48.30	49.30	48.50	49.30	52.10	48.50	45.40	41.70	47.40	48.80
2024-05	48.50	45.40	50.20	51.10	57.00	51.10	47.90	42.40	48.30	50.60
2024-04	48.80	49.10	51.30	48.60	60.90	51.90	48.20	45.40	47.80	48.70
2024-03	49.80	51.40	54.60	47.40	55.80	53.00	48.20	46.30	44.00	51.60
2024-02	47.60	49.20	48.40	45.90	52.50	53.00	45.30	46.30	45.80	51.60
2024-01	49.10	52.50	50.40	47.10	52.90	50.10	46.20	44.70	43.70	45.20

2024-2025年美国ISM服务业PMI

指标名称	服务业PMI	就业	库存	物价	新订单	进口	商业活动	订单库存	供应商交付	库存景气	新出口订单
2025-01	52.80	52.30	47.50	60.40	51.30	49.80	54.50	44.80	53.00	53.50	52.00
2024-12	54.00	51.30	49.40	64.40	54.40	50.70	58.00	44.30	52.50	53.40	50.10
2024-11	52.50	50.90	45.90	58.50	54.20	53.80	55.50	47.10	49.50	54.60	49.60
2024-10	55.80	52.20	57.20	58.60	56.70	50.20	57.70	47.70	56.40	53.00	51.70
2024-09	54.50	48.10	58.10	59.40	59.40	52.70	59.90	48.30	52.10	54.00	56.70
2024-08	51.60	50.20	52.90	57.30	53.00	50.30	53.30	43.70	49.60	54.90	50.90
2024-07	51.40	51.10	49.80	57.00	52.40	53.30	54.50	50.60	47.60	63.20	58.50
2024-06	49.20	46.10	42.90	56.30	47.30	44.00	49.60	44.00	52.20	64.10	51.70
2024-05	53.50	47.10	52.10	58.10	54.10	42.80	61.20	50.80	52.70	57.70	61.80
2024-04	49.60	45.90	53.70	59.20	52.20	53.60	50.90	51.10	48.50	62.90	47.90
2024-03	51.30	48.50	45.60	53.40	54.40	52.40	57.40	44.80	45.40	55.70	52.70
2024-02	52.20	48.00	47.10	58.60	56.10	54.30	57.20	50.30	48.90	56.70	51.60
2024-01	53.40	50.50	49.10	64.00	55.00	59.90	55.80	51.40	52.40	59.30	56.10

- ◆ 1月ISM制造业PMI录得50.9，近28个月首次重返荣枯线以上；服务业PMI录得52.8，虽低于前值，但连续连续7个月高于荣枯线。
- ◆ 制造业新订单PMI录得55.1，是所有分项中最高的，并且连续5个月上升，连续3个月高于荣枯线，可见美国制造业后期将持续复苏。
- ◆ 制造业和服务业的物价PMI均较高，服务业录得60.4，制造业录得54.9。未来美国通胀压力依然较高
- ◆ 制造业就业PMI均重返荣枯线以上，可见，美国制造业重新吸纳新的就业人口。服务业PMI录得52.3，高于前值，可见服务业也在加快新招员工步伐。

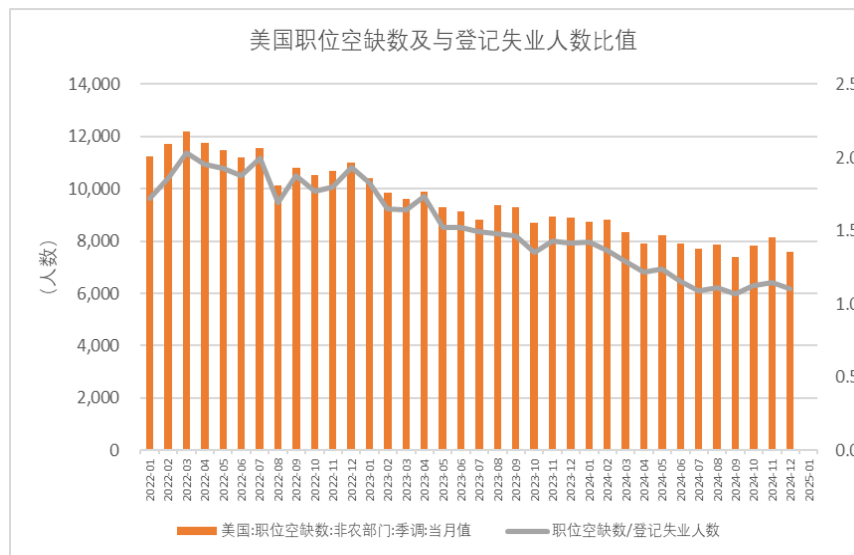
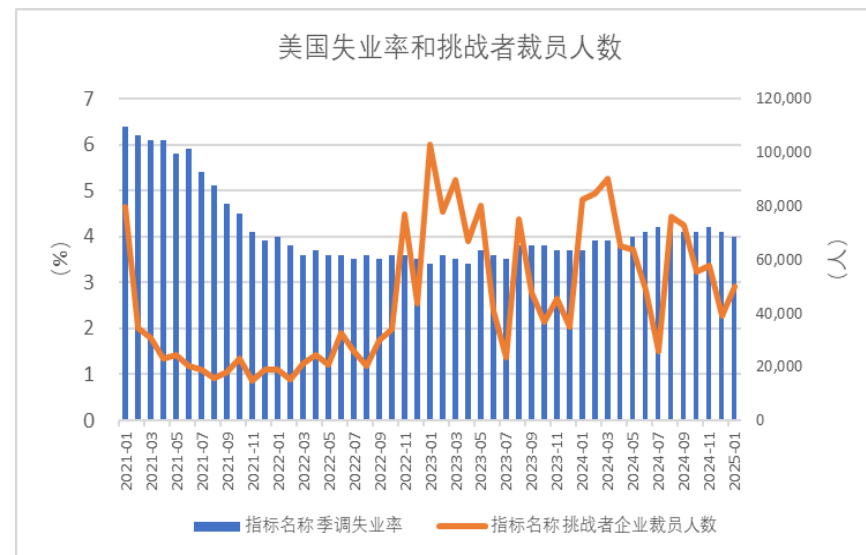
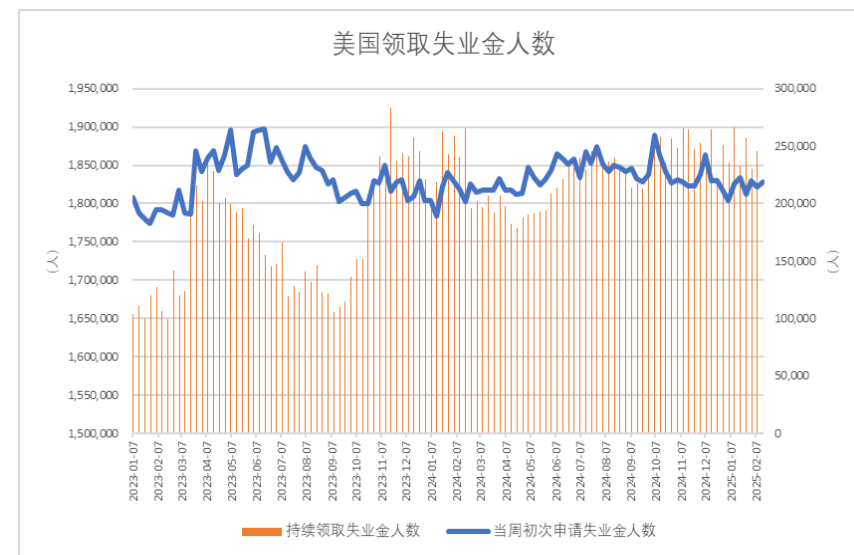
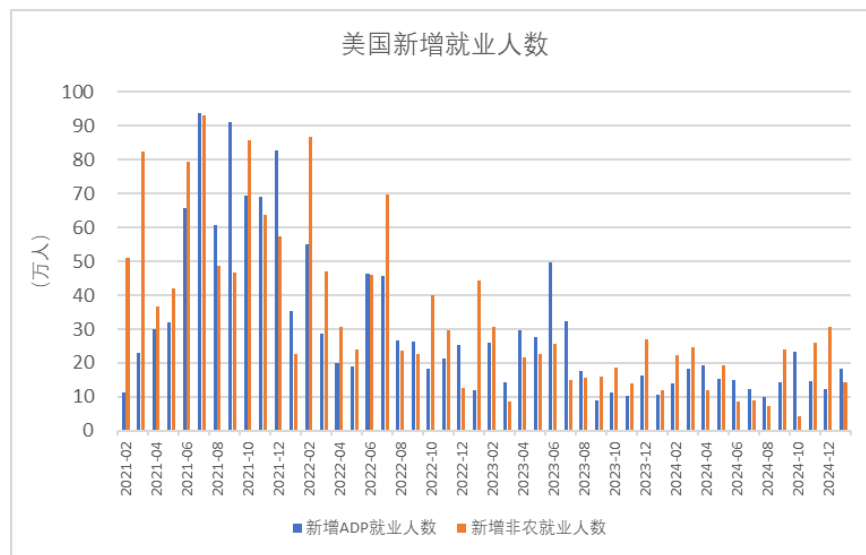


	墨西哥	中国	加拿大	德国	日本
2024-12	23.1%	22.1%	20.8%	8.1%	7.3%
2024-11	24.8%	22.2%	19.6%	7.6%	7.1%
2024-10	26.7%	24.4%	20.3%	7.5%	8.2%
2024-09	25.9%	25.3%	20.4%	7.7%	6.8%
2024-08	25.7%	23.4%	19.4%	7.9%	6.9%
2024-07	24.6%	24.0%	21.0%	8.4%	7.8%
2024-06	24.8%	20.0%	20.2%	7.6%	6.8%
2024-05	25.8%	20.6%	21.0%	8.1%	7.2%
2024-04	25.3%	18.6%	20.5%	8.4%	7.5%
2024-03	24.4%	17.6%	20.1%	8.4%	7.2%
2024-02	23.6%	18.7%	19.6%	7.2%	6.9%
2024-01	22.4%	21.0%	19.6%	7.3%	7.4%

- ◆ 2024年12月美国外贸总额录得6314亿美元，同比和环比分别增长8%和0.9%。进出口分别录得3649和2665亿美元，由于进口增长而出口减少，导致美国贸易逆差扩大至984亿美元。美国贸易逆差扩大源于商品逆差。12月美国服务顺差达到245亿美元，虽低于前值，但继续维持全球最大服务贸易国家地位。商品逆差录得1230亿美元，创历史新高。去年11月特朗普竞选成功，美国进口贸易商报有关税抢运的意愿，同时担忧今年1月中旬美东码头工人存在二次罢工风险，因此提前发运避免供应链危机。此外，美元走强，利多美国进口，利空美国出口。
- ◆ 美国商品进口前三大来源国分别是墨西哥、中国、加拿大，三国占比超过2/3。特朗普贸易战不仅针对中国，同样还针对同在北美的墨西哥和加拿大，就是因为这两国对美贸易顺差也很高。特朗普宣布从3月4日起对加拿大和墨西哥征收25%关税，对中国额外再征收10%关税。对于中国绝大多数商品而言，就需要承受基础关税+45%额外关税（301法案25% + 2月4日10% + 3月4日10%），部分中国商品还要再额外征收关税，比如针对钢铝产品征收25%关税的232法案。特朗普始终认为贸易逆差是别国对于本国财富的掠夺，并且贸易逆差确实始终是美国GDP的拖累项，进一步坚定了特朗普加征关税的决心。

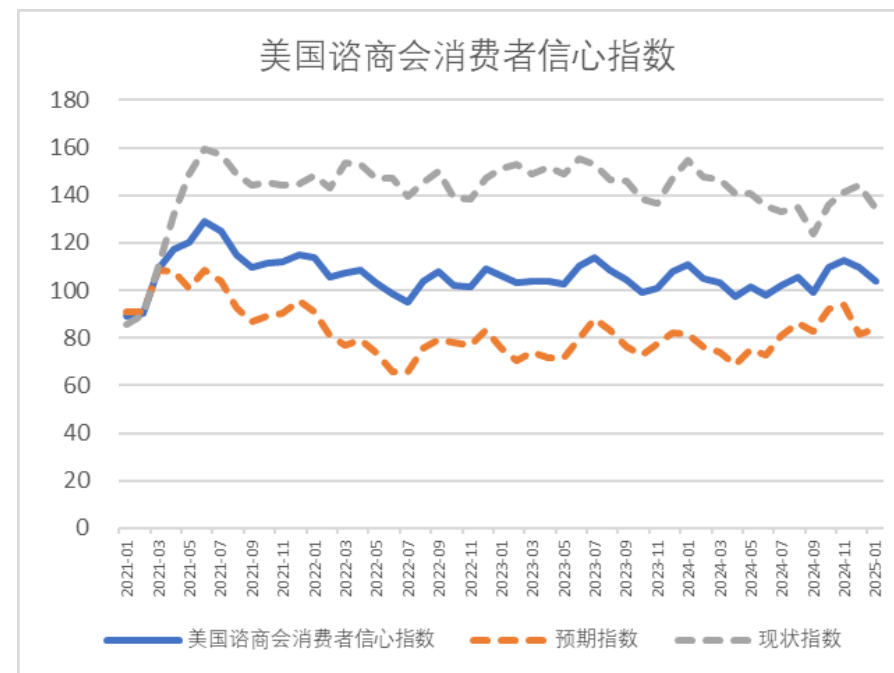
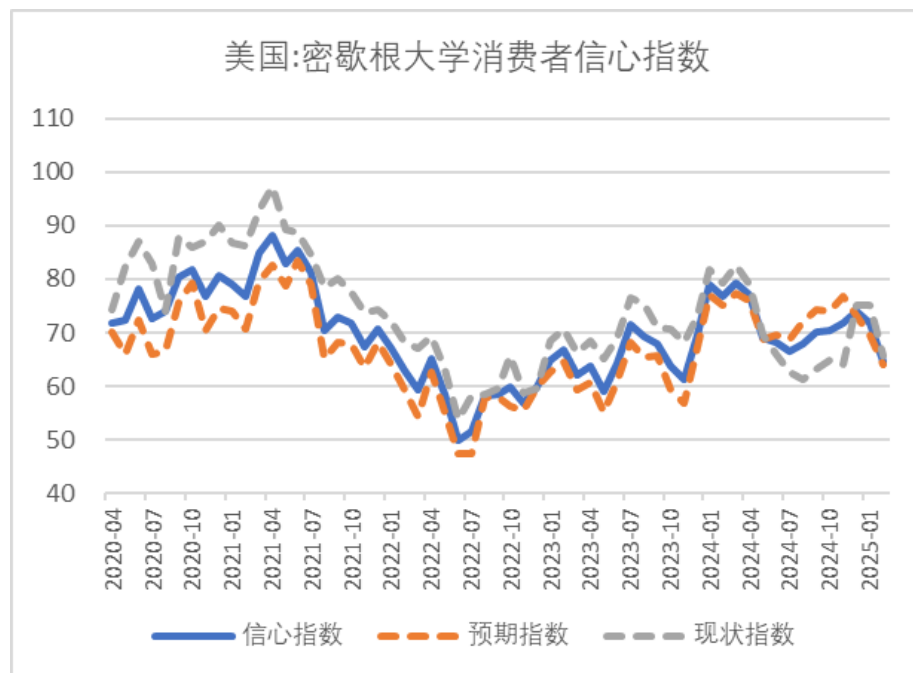
美国经济基本面（5）：就业市场持续均衡

- 新增就业岗位：1月美国新增非农就业人数录得14.3万人，为近3个月新低；ADP新增就业岗位人数录得18.3万人，为近3个月最高。
- 申领失业金：2月15日当周美国初申失业金季调人数录得21.9万人，处于近两年中等水平；截至2月8日，美国持续领取失业金季调人数录得186.9万人，创处于近两年较高水平。
- 失业：1月美国季调失业率录得4%，创近8个月新低；挑战者裁员人数录得49795人，高于前值，但远低于去年均值水平。
- 职位空缺：去年12月美国非农职位空缺季调人数录得760万人，为近3个月新低。非农职位空缺数与登记失业人数比值录得1.104，不断趋势性下降。
- 整体来看，美国就业市场相对稳定，用工需求矛盾缓和，有所降温但尚未到令人担忧程度。



1月美国谘商会消费者信心指数录得104.1，连续2个月回落。其中，现状指数录得134.3，低于前值144；预期指数录得83.9，略高于前值81.3。2月密歇根大学消费者信心指数录得64.7，连续2个月回调。其中，现状指数录得65.7，低于前值；预期指数录得64，连续3个月回调，创近15个月新低。

两大消费信心指标回落主要由于特朗普政府上台后推行了大规模政府裁员、提升关税、收紧移民计划等一系列政策，导致民众对于未来的就业、物价、身份都有极不稳定的预期，从而严重打压了消费热情和积极性。



2、美联储2025年1月议息会议：停止降息

最近两次美联储FOMC声明对比		
	2025年1月FOMC声明	2024年12月FOMC声明
基准利率	In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent. (维持现有利率不变)	In support of its goals, the Committee decided to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point to 4-1/4 to 4-1/2 percent.
经济	Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace.	Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace.
就业	The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid. (删除失业率上升表述，认为最近几个月失业率保持低位，劳动力市场状况稳定)	Since earlier in the year, labor market conditions have generally eased, and the unemployment rate has moved up but remains low.
通胀	Inflation remains somewhat elevated. (删除了美联储2%通胀目标的措辞)	Inflation has made progress toward the Committee's 2 percent objective but remains somewhat elevated.
政策关注点	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 1 percent over the longer run. The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals are roughly in balance. The economic outlook is uncertain, and the Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals are roughly in balance. The economic outlook is uncertain, and the Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.
决策依据	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.
缩表	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities.	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities.
未来货币政策	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.
投票结果	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; Jeffrey R. Schmid; and Christopher J. Waller. (2025年，12名票委中的5位已换届。全票通过，去年12月有一位票委反对)	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Thomas I. Barkin ; Michael S. Barr; Raphael W. Bostie ; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Mary C. Daly ; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; and Christopher J. Waller. Voting against the action was Beth M. Hammack, who preferred to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/2 to 4-3/4 percent.

2月美联储官员表态汇总				
日期	人物	职位	言论	评价
2月12日	鲍威尔	美联储主席	美国经济整体强劲，通胀依然高企，目前并不急于降息。在过去两年中，通胀整体回调，但仍高于2%长期目标。目前劳动力市场整体平稳，下行风险基本被消除。倘若未来经济保持强势且通胀未回归目标，美联储将在更长时间内保持现有利率不变。不过，一旦失业率意外大幅攀升而通胀超预期回落至2%，美联储将重启降息。目前中性利率已经比疫情时期提升不少。特朗普政府关税调整可能会推升通胀。强调美联储的独立性，美联储的决策由经济数据而定。美国法律不允许美国总统罢免美联储高级官员，即便特朗普要求本人辞职，自己依然会坚守岗位。明确反对央行数字货币，直言只要自己还在任美联储主席，就不会发行央行数字货币。	鹰派
2月12日	库格勒	美联储理事	劳动市场下行风险已减弱，但通胀上行风险依然存在。1月PCE与核心PCE增速分别达到2.4%和2.6%，距离2%目标尚有差距，实现通胀目标的道路将是曲折的。新经济政策的潜在影响存在高度不确定性。联储应在一段时间内保持政策利率不变。	鹰派
2月14日	杰斐逊	美联储副主席	美国货币政策依然保持紧缩，后期可以暂缓降息。美国经济相当强劲，劳动力市场稳固，通胀仍处于高位。美联储正关注政府政策，会采取一切手段将通胀恢复至2%目标水平，但过程会经历颠簸。美联储降息可以降低实际借贷成本，家庭资产负债表状况良好，但部分家庭面临更大财政压力。	中性偏鹰
2月14日	哈马克	克利夫兰联储主席	目前美国经济状况良好，就业市场稳健。当前通胀风险偏向上行，让通胀回归2%通胀目标至关重要，但目前尚无法确定是否能达到这个目标。政府政策存在诸多不确定性，需要深入评估关税影响。目前货币政策处于适度限制，未来一段时间也适合维持利率稳定，同时加息也不在他的考虑范围。	鹰派
2月15日	博斯蒂克	亚特兰大联储主席	2024年末大幅降息且货币政策仍具约束性，对暂停降息以观察经济发展感到满意。直言对2025年前景信心已减弱，企业仍担心客户流失。对通胀波动并不令人意外，商界领袖首选将关税转嫁至零售价格，需观察消费者反应。虽然一些政策建议可能加剧通胀，但其他政策建议可提高生产率从而降低物价。	中性偏鹰
2月19日	古尔斯比	芝加哥联储主席	目前通胀率相比2022年阶段性峰值已宽幅下降。特朗普首个任期内的关税调整对通胀影响有限，部分原因是这些关税的适用范围较窄且包含足够多的豁免。不过，此次任期正在考虑制定更广泛且更高的关税，将会产生较大影响，甚至接近新冠疫情的冲击，这就令市场感到紧张。	鹰派
2月20日	威廉姆斯	纽约联储主席	劳动力市场处于良好平衡状态而非通胀驱动因素，不过通胀继续迈向2%目标速度正在放缓，因此保持适度限制性政策能确保实现通胀目标并维持经济稳健增长。经济前景存在高度不确定，尤其在财政、贸易、移民和监管政策方面。	鹰派
2月20日	穆萨莱姆	圣路易斯联储主席	如果通胀长期高于2%且通胀预期上升，那么采取更为严格的货币政策是合适的。特朗普政府准备进口关税和对移民政策的潜在收紧可能会对经济走势产生重大影响。美国面临最严峻的情况是通胀上升的同时劳动力市场出现疲软，这就是滞胀，美联储必须选择优先解决哪个问题。	中性鹰派
2月25日	巴尔金	里士满联储行长	应该谨慎对待通胀斗争最后阶段的不确定性，在对通胀回归目标有更多信心之前，政策应保持适度的限制性。预计即将公布的PCE数据会显示进一步下降且美联储在抗击通胀方面已取得显著进展。	中性鹰派

特朗普政府在
货币政策的表
态和措施

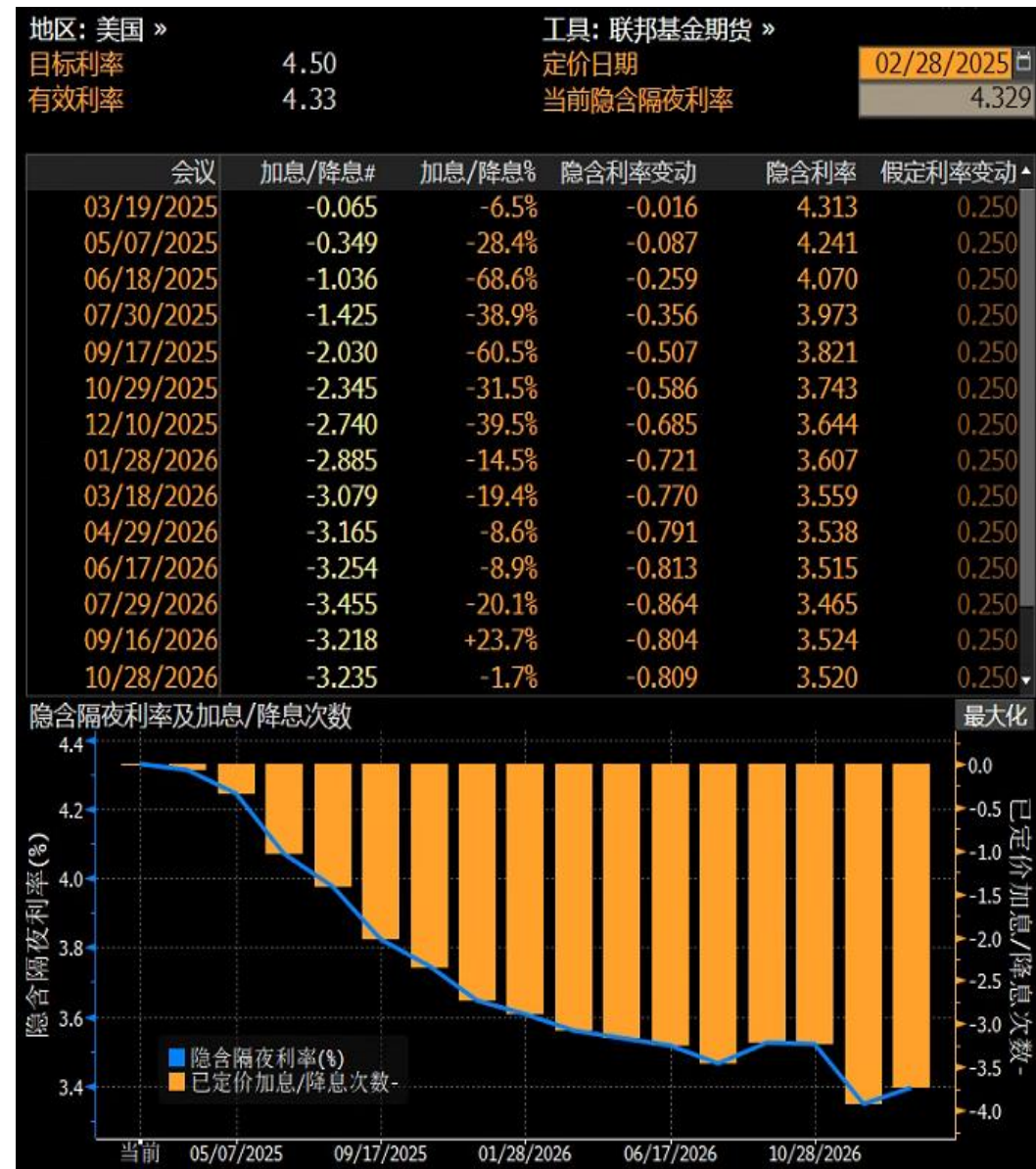
- ✓ 1月23日在达沃斯论坛上，特朗普声称他的政策并未推涨通胀反而是在压低通胀。特朗普要求美联储进一步降低利率，声称自己比鲍威尔更懂利率，会在适当时机与鲍威尔探讨这个话题。
- ✓ 2月11日特朗普要求美联储尽快降息，宣称要与关税调整齐头并进，将通胀责任甩给拜登，暗示1月通胀上升是拜登政府执政遗留所致。
- ✓ 2月25日新一届美国国会的美联储监督工作组负责人计划加强对于美联储的监督和审查，其中一个重要议题就是“是否应该将控制通胀置于保障就业之上”，计划于3月初举行首次公开听证会。众议院此时突然提出审查美联储，其背后可能是特朗普团队的献策。根据美国法律，美国总统没有干预美联储的权力，但是众议院能以监督名义调查美联储，从而起到干预美联储决策的真正目的。



2月3-2月25日：美元指数趋势性回调的主要原因：

- ◆ 部分经济指标低于预期或不如前值。
- ◆ 俄乌以及加沙和谈持续推进，地缘局势有所降温，美元避险需求下降。
- ◆ 美国总统特朗普多次施压要求美联储加快降息步伐，3月初众议院将对联储召开听证会
- ◆ 日本央行加息。欧洲通胀反弹，市场对于欧洲央行和英国央行预期略有降温。
- ◆ 特朗普宣称的贸易战延期。

2月26日-2月28日：加沙和谈前景不顺利，特朗普宣布对中墨加三国加征关税，美元指数出现反弹。





CONTENT 目录

第一部分 各国经济差异化发展 全球货币政策继续宽松

第二部分 美国：经济软着陆 正式开启贸易战

第三部分 欧洲：经济弱复苏 多家央行已降息

第四部分 日韩：日本经济避免衰退 韩国开启第三轮降息

第五部分 新兴经济体：印度制造业扩张 越南出口高增长

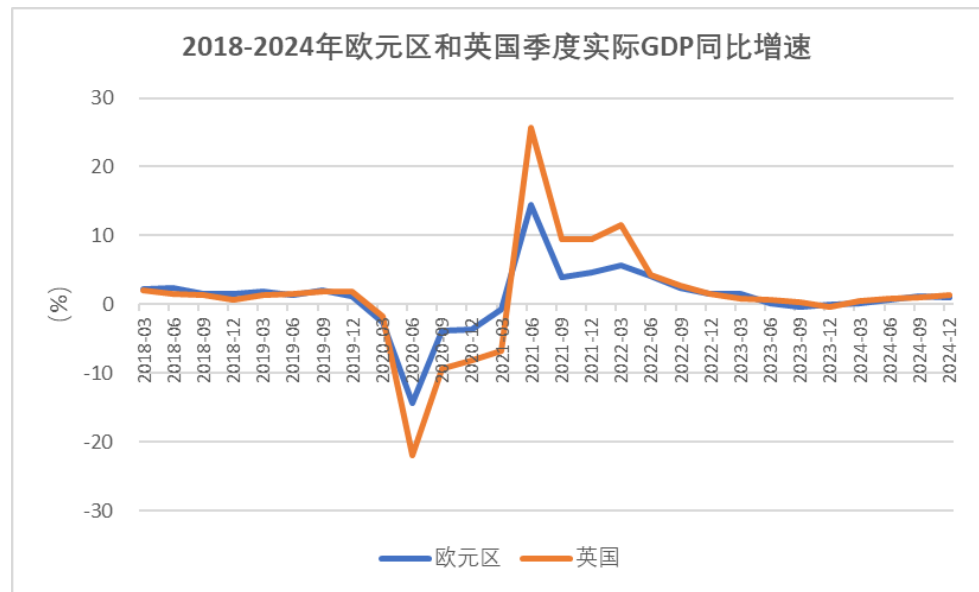
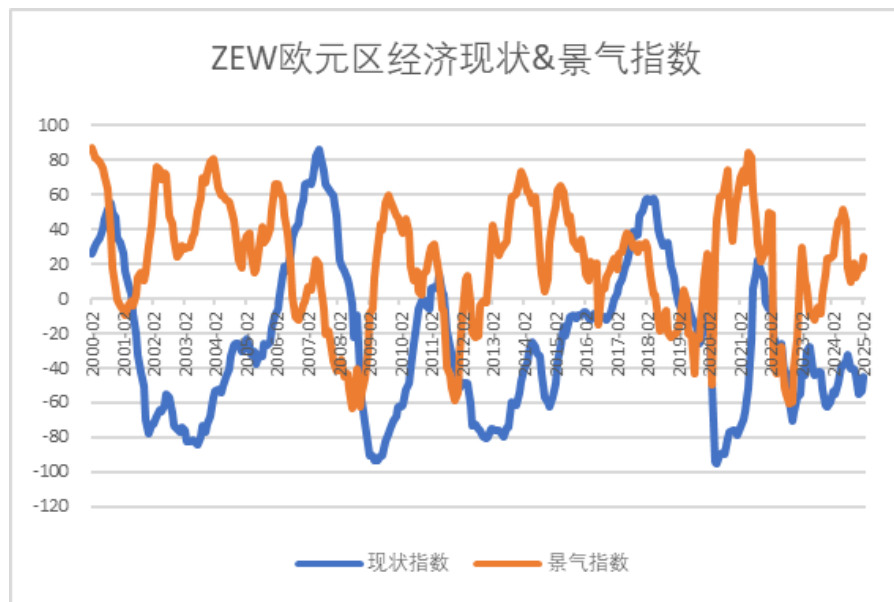
第六部分 全球宏观经济综合展望

1、欧洲经济整体弱复苏 预期强于现状

◆ 欧元区：2024年四季度实际GDP录得2.85万亿欧元，同比增长0.95%，与前值持平；环比分别增长0.05%，低于前值0.41%。2024全年实际GDP录得11.36万亿欧元，同比增长0.72%，高于2023年的0.4%。欧洲经济火车头——德国经济状态堪忧，2023-2024年实际GDP同比分别下降0.3%和0.2%，连续两年陷入衰退。

◆ 英国：2024年四季度实际GDP录得6410.65亿英镑，同比增长1.4%，创近8个季度新高；环比分别增长0.1%，高于前值0%，超出英国央行2月货币政策报告中-0.1%的预期。在四季度中，12月增速尤为明显，同比增速达到1.5%，创近26个月新高；环比增速0.4%，创近9个月新高。2024全年实际GDP录得2.56万亿英镑，同比增长0.94%，高于2023年的0.38%。

➤ 2月ZEW欧元区经济现状指数录得-45.3，创近3个月新高；景气指数录得24.2，创近7个月新高。其中，德国出现一定好转，现状和景气指数分别录得-88.5和26，均高于前值。当下欧元区经济活动依然疲软，不过随着欧洲央行持续降息125BP，今年有望继续采取宽松的货币政策，市场对于未来欧元区发展信心攀升，ZEW经济指数继续呈现“弱现实、强预期”的分化情况。



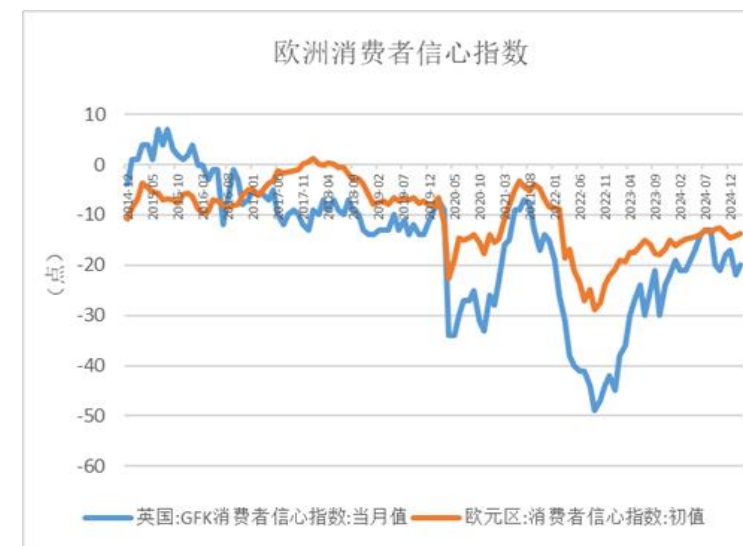
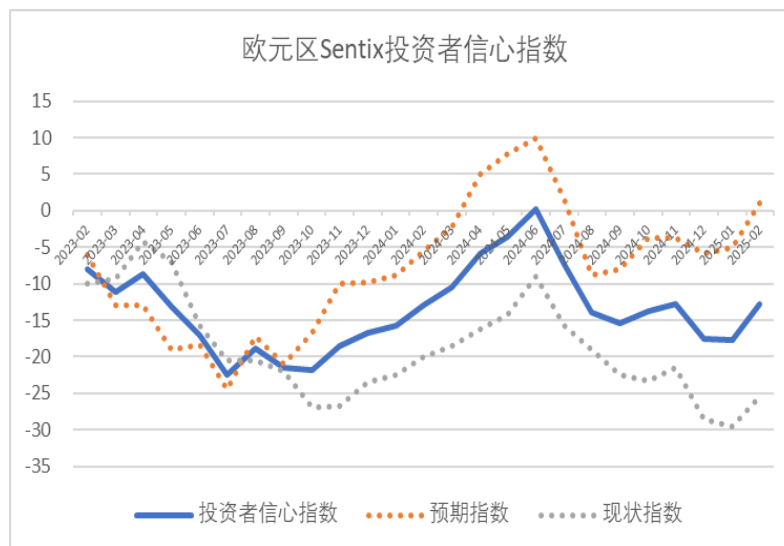
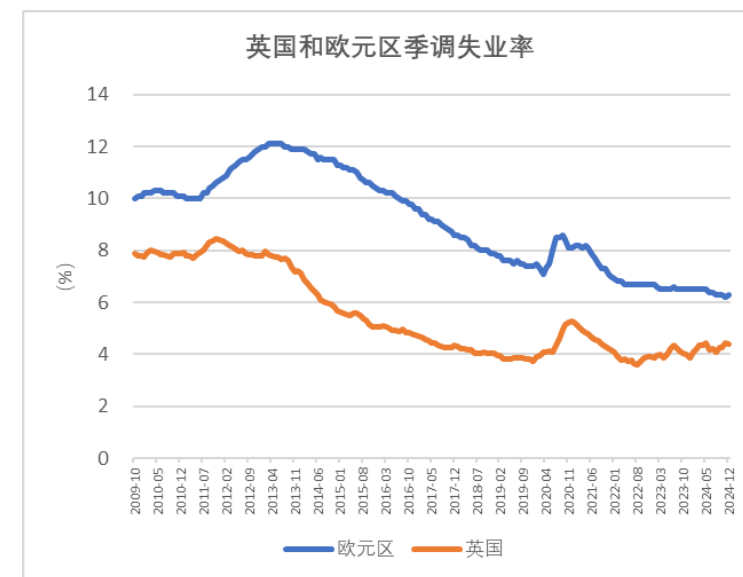
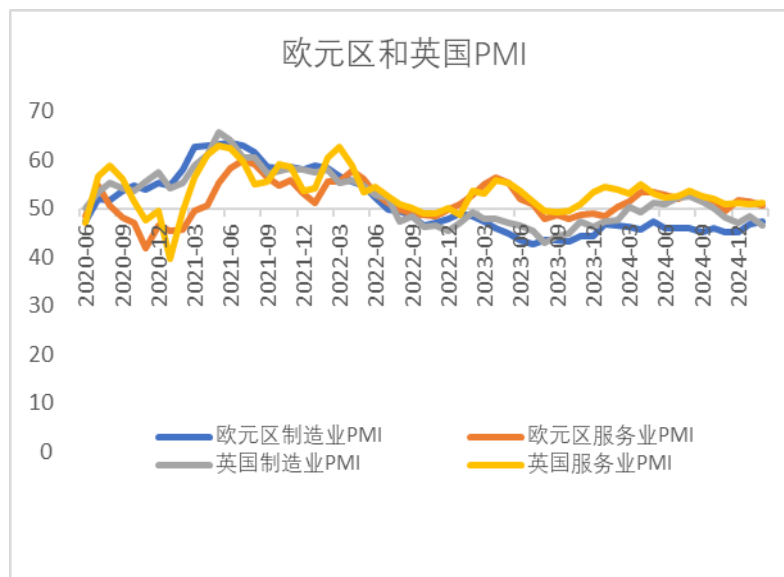
【产业】 2月欧元区制造业PMI录得47.3和46.4，服务业PMI分别录得50.7和51.1，均呈现出“制造业萎缩，服务业扩张”。

【就业】 去年12月欧元区失业率6.3%，略高于前值6.2%，整体处于近30年低位；英国失业率4.4%，略低于前值4.44%，整体处于近4年高位。

【外贸】 2024年欧洲对外贸易整体萎缩。欧元区出口贸易额2.49万亿欧元，同比下降3.5%；进口贸易额2.56万亿欧元，同比下降3.2%。英国出口贸易额8372.3亿英镑，同比下降0.8%；进口贸易额8656.8亿英镑，同比下降0.001%。

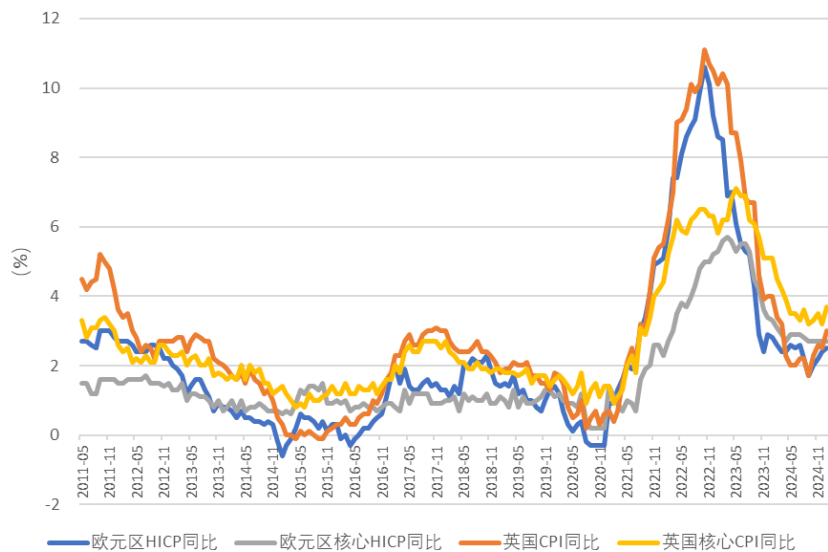
【投资】 市场对欧元区投资信心明显好转，对应未来预期好于现状。2月欧元区Sentix投资者信心指数录得-12.7，创近7个月新高。其中，现状指数录得-25.5；预期指数录得1。机构投资者的投资信心现状和预期均高于个人投资者。

【消费】 消费信心：2月欧元区和英国消费者信心指数录得-20和-13.6，均高于前值。消费量：1月英国零售指数为近5个月新高。去年12月欧元区零售指数录得101.5，为近4个月新低。



3、通胀整体反弹

欧洲通胀同比增速



- 1月欧元区和英国CPI分别同比增长2.5%和3%，分创近6个月和10个月新高；环比分别下降0.3%和0.1%，扭正为负。
- 欧元区：“能源”CPI同比增长1.9%，大幅高于前值0.1%，是边际加速最快的；“居住、水、电、气及其他燃料”CPI同比增长3.1%，略高于前值2.9%。今年欧洲冬季更为寒冷，居民取暖需求提升。今年1月起彻底切断俄罗斯天然气管道，进一步加剧了能源通胀问题。“保健”CPI同比增速3.4%，是所有板块中绝对增速最快的。“交通”和“娱乐和文化”CPI分别增长2%和2.8%，均高于前值1.2%和2.5%。“服装鞋类”、“家具、家用设备及住房日常维护”、“通信”物价回落，分别同比下降0.1%、0.1%和3.1%。。
- 英国：烟草CPI再度反弹至9.4%，为所有分项最高。“教育”和“通信”分别达到7.5%和5.9%。

2024-2025年欧元区CPI分项同比增速

	食物和非酒精饮料	服装鞋类	居住、水、电、气及其他燃料	能源	家具、家用设备及住房日常维护	保健	交通	通信	娱乐和文化
2025-01	1.6%	-0.1%	3.1%	1.9%	-0.1%	3.4%	2.0%	-3.1%	2.8%
2024-12	1.9%	0.7%	2.9%	0.1%	-0.2%	3.2%	1.2%	-3.6%	2.5%
2024-11	2.0%	1.4%	2.7%	-2.0%	-0.1%	3.3%	-0.1%	-3.1%	2.2%
2024-10	2.2%	0.9%	2.0%	-4.6%	-0.3%	3.4%	-1.3%	-3.5%	2.6%
2024-09	1.7%	1.1%	1.8%	-6.1%	-0.5%	3.5%	-2.1%	-3.3%	2.4%
2024-08	1.7%	1.1%	2.0%	-3.0%	-0.4%	3.6%	-0.1%	-2.4%	2.4%
2024-07	1.6%	2.2%	2.6%	1.2%	-0.3%	3.5%	1.7%	-2.1%	2.5%
2024-06	1.8%	1.7%	1.7%	0.2%	0.0%	3.6%	2.0%	-1.8%	2.6%
2024-05	2.0%	1.3%	1.0%	0.3%	0.1%	3.3%	2.8%	-2.1%	2.9%
2024-04	2.2%	1.4%	0.9%	-0.6%	0.4%	3.0%	1.8%	-2.0%	2.5%
2024-03	2.0%	1.4%	0.6%	-1.8%	0.8%	2.9%	2.2%	-1.9%	2.7%
2024-02	3.3%	2.2%	-0.4%	-3.7%	1.1%	2.9%	1.6%	-1.6%	3.1%
2024-01	5.4%	1.9%	-1.2%	-6.1%	1.9%	2.9%	0.9%	-1.2%	3.3%

2024-2025年英国CPI分项同比增速

	食品和非酒精饮料	住房、供水和燃料	服装鞋类	家具和家用设备	交通	通信	娱乐	教育	商品和服务业	烟草
2025-01	3.3%	2.1%	1.8%	0.5%	1.7%	5.9%	3.8%	7.5%	2.8%	9.4%
2024-12	2.0%	3.1%	1.1%	-0.3%	-0.6%	6.1%	3.4%	5.0%	3.5%	9.2%
2024-11	2.0%	3.0%	2.0%	-0.4%	-0.9%	4.8%	3.6%	5.0%	3.0%	12.8%
2024-10	1.9%	2.9%	1.0%	-0.5%	-1.9%	4.6%	3.0%	5.0%	2.9%	9.0%
2024-09	1.9%	-1.7%	0.8%	-1.0%	-2.2%	5.2%	3.8%	4.4%	3.3%	9.2%
2024-08	1.3%	-1.6%	1.6%	-1.3%	1.3%	4.1%	4.0%	4.5%	3.3%	9.5%
2024-07	1.5%	-1.5%	2.1%	-1.7%	0.2%	4.5%	3.7%	4.5%	3.5%	9.2%
2024-06	1.5%	-4.7%	1.6%	-1.6%	0.9%	2.9%	3.9%	4.5%	2.9%	9.6%
2024-05	1.7%	-4.8%	3.0%	-1.9%	0.5%	4.1%	3.9%	4.5%	3.1%	9.8%
2024-04	2.9%	-4.9%	3.7%	-1.0%	0.1%	4.0%	4.4%	4.5%	3.6%	10.1%
2024-03	4.0%	-1.6%	4.0%	-0.9%	0.1%	7.5%	5.3%	4.5%	3.4%	16.8%
2024-02	5.0%	-1.7%	5.0%	0.0%	-0.1%	5.6%	5.4%	4.5%	3.6%	15.5%
2024-01	6.9%	-2.1%	5.6%	0.4%	-0.3%	8.2%	5.7%	4.5%	4.5%	16.1%

4、2月英国央行开启第三轮降息

Monetary Policy Summary, February 2025

The Monetary Policy Committee (MPC) sets monetary policy to meet the 2% inflation target, and in a way that helps to sustain growth and employment. The MPC adopts a medium-term and forward-looking approach to determine the monetary stance required to achieve the inflation target sustainably.

At its meeting ending on 5 February 2025, the MPC voted by a majority of 7–2 to reduce Bank Rate by 0.25 percentage points, to 4.5%. Two members preferred to reduce Bank Rate by 0.5 percentage points, to 4.25%.

There has been substantial progress on disinflation over the past two years, as previous external shocks have receded, and as the restrictive stance of monetary policy has curbed second-round effects and stabilised longer-term inflation expectations. That progress has allowed the MPC to withdraw gradually some degree of policy restraint, while maintaining Bank Rate in restrictive territory so as to continue to squeeze out persistent inflationary pressures.

CPI inflation was 2.5% in 2024 Q4. Domestic inflationary pressures are moderating, but they remain somewhat elevated, and some indicators have eased more slowly than expected. Higher global energy costs and regulated price changes are expected to push up headline CPI inflation to 3.7% in 2025 Q3, even as underlying domestic inflationary pressures are expected to wane further. While CPI inflation is expected to fall back to around the 2% target thereafter, the Committee will pay close attention to any consequent signs of more lasting inflationary pressures.

GDP growth has been weaker than expected at the time of the November Monetary Policy Report, and indicators of business and consumer confidence have declined. GDP growth is expected to pick up from the middle of this year. The labour market has continued to ease and is judged to be broadly in balance. Productivity growth has been weaker than previously estimated, and the Committee judges that growth in the supply capacity of the economy has weakened. As a result, the recent slowdown in demand is judged to have led to only a small margin of slack opening up.

In support of returning inflation sustainably to the 2% target, the Committee judges that there has been sufficient progress on disinflation in domestic prices and wages to reduce Bank Rate to 4.5% at this meeting.

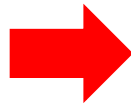
Based on the Committee's evolving view of the medium-term outlook for inflation, a gradual and careful approach to the further withdrawal of monetary policy restraint is appropriate.

In addition to the risks around inflation persistence, there are also uncertainties around the trajectories of both demand and supply in the economy that could have implications for monetary policy. Should there be greater or longer-lasting weakness in demand relative to supply, this could push down on inflationary pressures, warranting a less restrictive path of Bank Rate. If there were to be more constrained supply relative to demand, this could sustain domestic price and wage pressures, consistent with a relatively tighter monetary policy path.

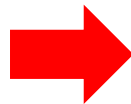
The Committee will continue to monitor closely the risks of inflation persistence and what the evolving evidence may reveal about the balance between aggregate supply and demand in the economy. Monetary policy will need to continue to remain restrictive for sufficiently long until the risks to inflation returning sustainably to the 2% target in the medium term have dissipated further. The Committee will decide the appropriate degree of monetary policy restrictiveness at each meeting.



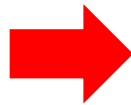
政策目的



利率决议



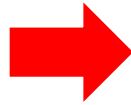
降息原因



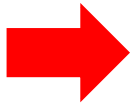
通胀问题



经济情况



关注重点



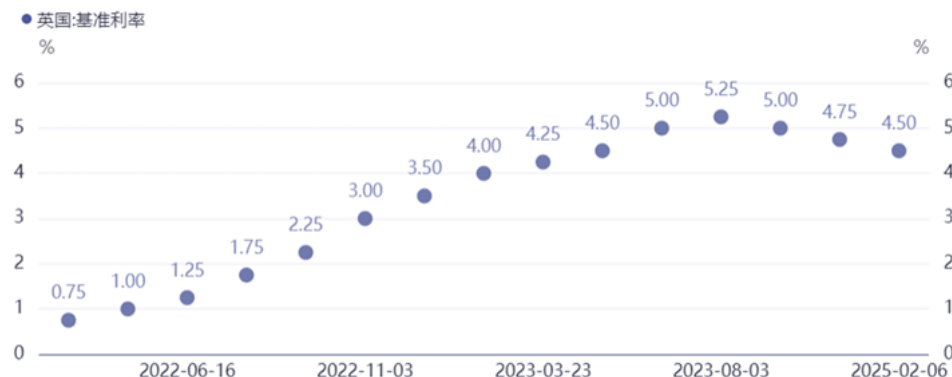
降息节奏



供需影响



关注重点



伦敦时间2月6日，英国央行发布2月货币政策报告，以“7-2”的投票结果，宣布将基准利率下调25BP至4.5%，这是英国自去年8月以来的第三轮降息。值得一提的是，两位投反对票的委员并非反对降息，而是认为降息幅度应该达到50BP。

虽然英国通胀反弹压力较强，但是货币委员会认为经济下行和失业恶化的问题更为严重，因此权衡之后采取降息。英国央行将今年本国经济增速大幅下调至0.75%，认为下半年经济有望复苏。同时预测今年三季度通胀率可能达到3.7%的阶段峰值，随后逐步趋缓。英国央行不预设未来的货币路径，根据届时数据逐次会议讨论货币政策。



从2024下半年起，英国经济增速有所放缓且弱于预期，三季度实际GDP零增长，四季度或出现-0.1%的衰退，各项企业活动指标也显示出三季度逊于上半年。从2024年夏季起，英国综合PMI大幅下滑，今年1月仍低于50.6的历史平均水平，服务业和制造业的产出平衡都出现了下降。各项调查显示2024年底至2025年初经济增速依然不振，预计2025年一季度GDP增速预期为0.1%，低于2024年11月报告的预期值。

商业信心恶化和公司投资意向削弱也是导致最近几个月经济活动疲软的重要原因，2024年四季度英国商会和ICAEW的商业信心指标均急剧下降，其中原因包括地缘局势、贸易不确定和关税变化。倘若利空因素持续，将继续影响英国GDP增长。

英国家庭消费在2024年前三季度增长较为稳定，然而从四季度起逐步转弱，零售额在四季度下跌0.8%。除此之外，今年起消费者信心指数大幅下滑，1月GfK创2023年12月新低，标普英国消费者信心指数同样显著回落。2024年四季度家庭消费增速整体平稳，2025年一季度有望微升至0.2%，但依然弱于预期。不过，摆脱了利率上升的拖累以及得益于不断下降的存款率，今年消费增长预期向好。

Chart 2.12: GDP growth has slowed over the course of 2024

Three-month on three-month growth in GDP and quarterly GDP growth implied by business surveys (a)



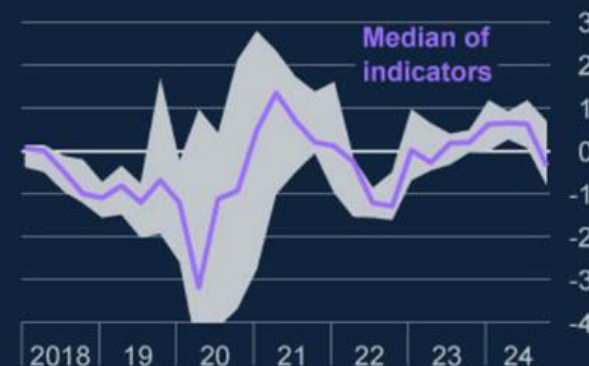
Consumer confidence

Difference from average
(number of standard deviations)



Business confidence

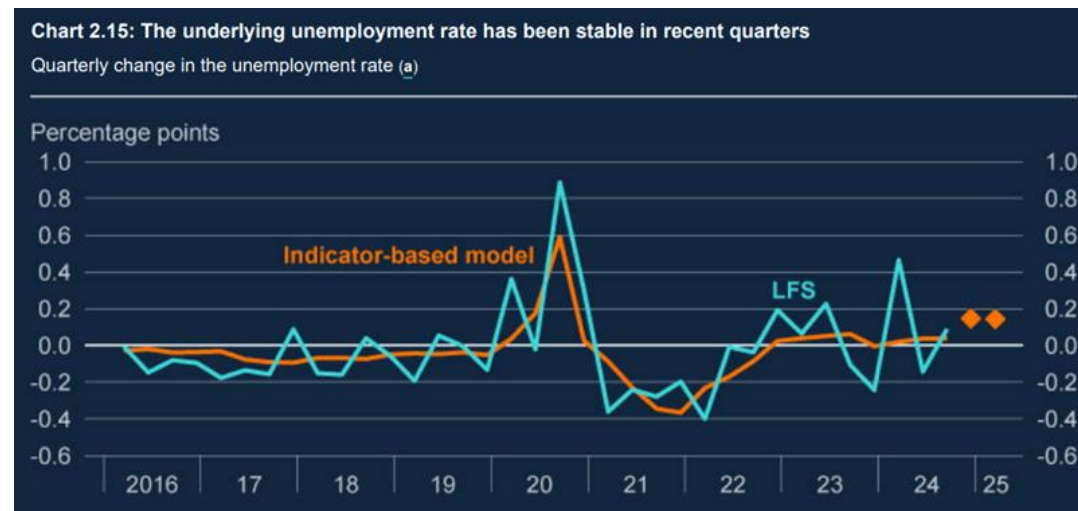
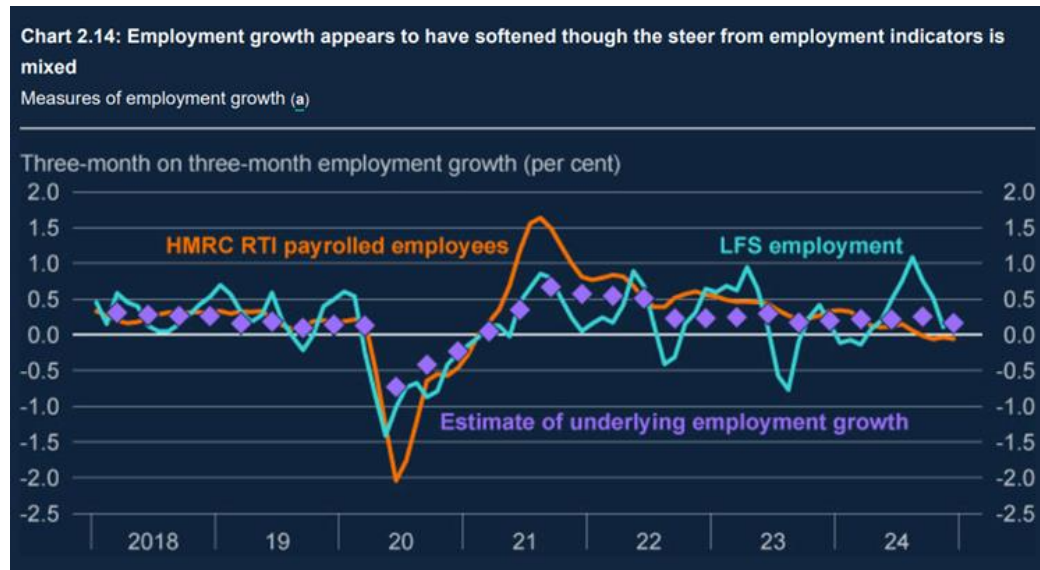
Difference from average
(number of standard deviations)





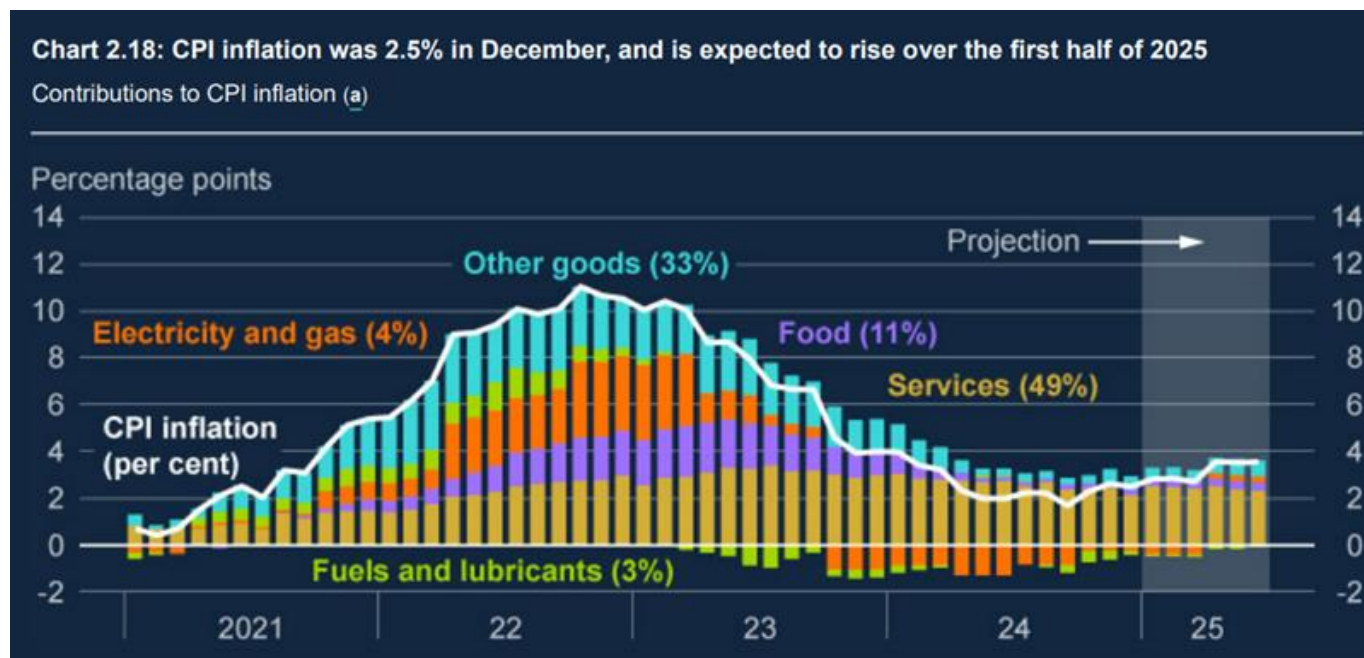
就业增速不断趋缓，甚至近期还存在回落的风险。2024年绝大多数时期，英国就业增速保持在0.2%，其中最高峰出现于夏季1%，四季度降速至0.1%。2024年工资收入出现明显分化，公共部门大幅增长，私营企业出现下降。LFS数据显示自2024年初以来英国失业率长期维持于4.1%-4.4%之间，但在9-11月不断攀升至4.4%，预计2025年一季度将进一步上升至4.5%并维持至全年。对于工人需求不断放缓，劳动力市场基本处于平衡之中。最近几个季度空缺岗位数量持续以一个平稳的速度下降，在2024年9-11月大约减少了2.4万个岗位。目前岗位空缺数与失业人数比值已经接近疫情前水平。

【补充说明】2月货币政策报告中多次提及的秋季财政预算。该预算是英国财政大臣蕾切尔·里夫斯于2024年10月推出的，内容包括增加雇主的国民保险税率，提高最低工资，减少能源价格补贴。市场认为这些举措导致企业在员工招聘上非常消极，居民在消费上也信心缺失。



2024年12月英国HICP同比增长2.5%，高于前值1.7%，基本符合此前预期，主要由于失去了能源价格低基数效应；核心CPI同比增速回调至3.2%，降幅超出预期，但在长期历史中依然处于相对较高水平。2024年四季度食品价格涨幅强于预期，服务业涨幅低于预期。

受物价管制和2024年秋季预算制定的政府政策影响，短期内通胀将会上升，可能将2025年二季度通胀水平推升0.5个百分点，三季度英国通胀将达到阶段性峰值3.7%，主要由于全球能源成本进一步转嫁，四季度将逐步趋缓。



美国是继欧盟之后英国最重要的贸易伙伴。2023年英国22%的出口商品销往美国，占英国当年GDP的7%，并且一些出口至其他国家的英国商品也有可能作为中间品加工后销往美国。英国出口美国的商品中将近70%是服务，这部分不会直接受到潜在美国关税政策的影响，但是并不排除美国会增加对于服务贸易的限制。

短期内，不断上升的贸易政策不确定性可能会影响投资。即使在宣布或实施具体政策之前，公司因为有这么方面的预期，也会对现有贸易安排做出重大改变。毕竟很多投资是不可逆的，当全球贸易政策存在不确定性时，参与全球供应链的公司就有观望的动机。自美国大选以来，贸易政策不确定性指数大幅上升。较低的商业投资可能会拖累总需求，降低经济活动和通胀压力。

其他国家的贸易政策和不同传输渠道的相对能力将会影响美国关税对英国通胀情况的演变。大多数渠道都会抑制英国的经济活动，但有一小部分通道可能会降低英国通胀，也有小部分渠道可能会推升通胀。

美国关税可能会导致最终支出转嫁至美国消费者和企业，这将降低对于英国出口商品的需求进而影响英国经济活动和通胀。更高的进口成本将会令美国企业和家庭重新平衡开支来购买本国商品，而抛弃包括英国商品在内的外国商品。美国对其他国际征收关税也有可能导致该国减少对于英国半成品的进口需求。从中期来看，美联储可能由于关税加征导致通胀反弹而被迫收紧货币政策，从而引发美国经济活动疲软，进一步影响国际需求。

其他国家为了应对美国制裁同样对美国加征关税，这种层层叠加的贸易壁垒将导致贸易量和价格的进一步扭曲，从而削弱全球总需求。同时，供应链因贸易壁垒发生紊乱，也将引发全球通胀，进而推升英国物价。

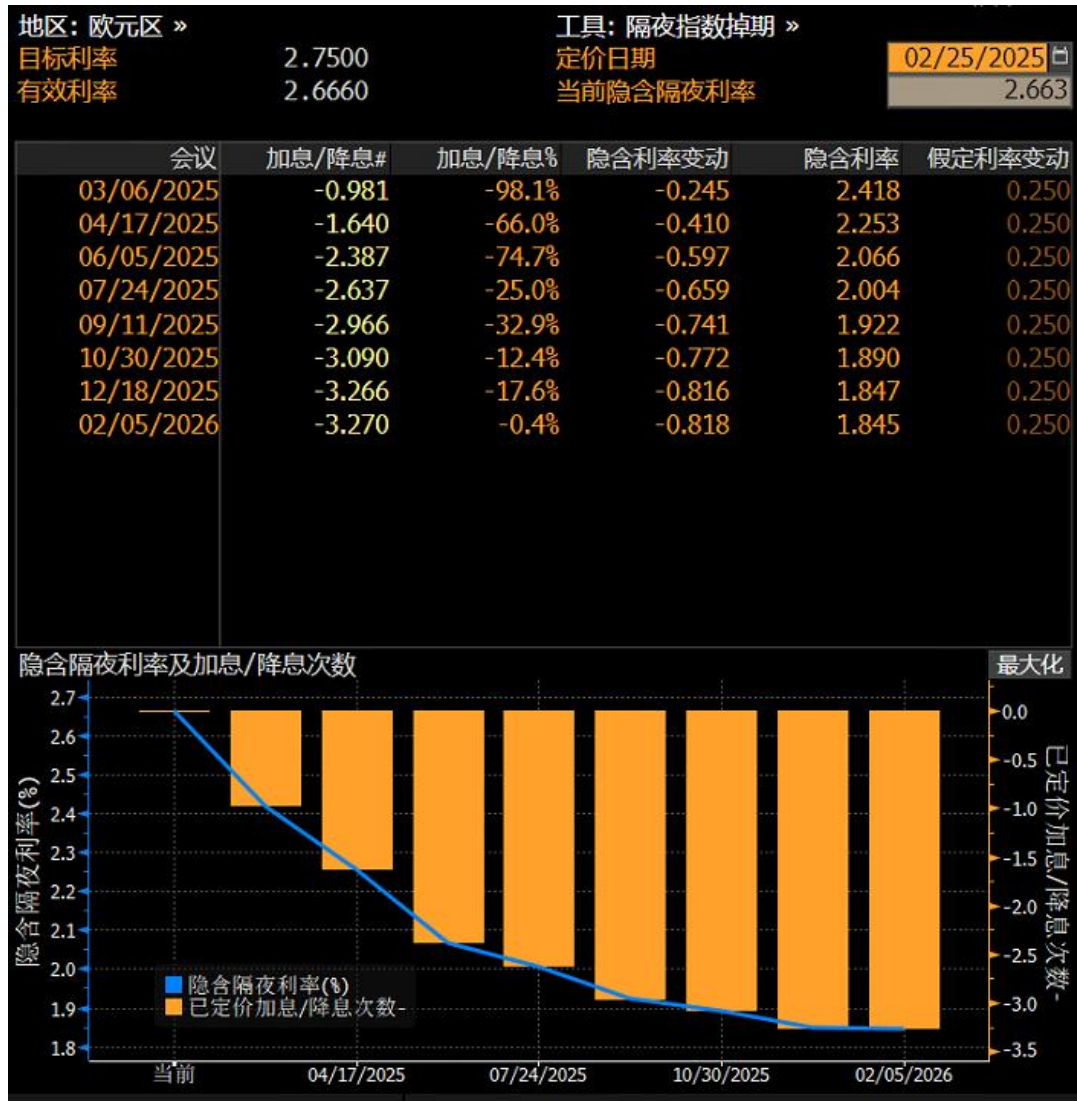
美国关税政策可能导致贸易转向，从而降低英国进口成本。随着打入美国市场的成本攀升，出口企业只能寻找其他国家加以替代，这些企业可能会为了进入其他国家而降低商品价格。倘若英国没有修改贸易政策，进口商品价格下调有利于降低英国国内物价，提升英国家庭实际购买力。不过，更为低廉的进口商品会冲击英国本土商品。

Channel	UK activity	UK inflation	Explanation
Expenditure switching	↓	↓	US demand for UK exports weakens.
Weaker global demand due to counter-tariffs	↓	↓	Additional trade distortions weigh on global demand, weakening demand for UK exports.
Supply chain disruptions	↓	↑	Supply chain disruptions due to missing components could lead to short-term price spikes.
Trade diversion	↔	↓	Other countries lower prices of exports previously destined for US.
Exchange rate movements	↑ ↓	↑ ↓	Sterling could appreciate or depreciate depending on other countries' trade policies and changes in global risk sentiment.
Long-term supply chain reconfiguration	↓	↑	Reorganisation temporarily reduces global supply capacity and increases price pressures.
Lower competition and knowledge transfers	↓	↔	Reduced trade openness weighs on global potential supply growth.

5、欧洲央行开启第5轮降息

- ◆ 1月30日欧洲央行召开议息会议，宣布降息25BP，分别将三大利率（隔夜存款利率、主要再融资利率、隔夜贷款便利利率）分别下调至2.75%、2.9%、3.15%，这是自去年7月以来的第5轮降息，累计降息幅度达到125BP。降息的要求原因是经济增长乏力的担忧超过了对持续通胀的担忧。
- ◆ 2月10日欧洲央行行长拉加德在斯特拉斯堡出席了本年度欧洲议会的听证会，指出欧元区抗通胀进展顺利，预计今年能回归2%的目标，但是当前全球经济环境充满挑战，国际贸易摩擦加剧将使欧元区通胀前景充满不确定性。此外，拉加德重申不会预先承诺某种特定的利率路径，而是基于数据，逐次会议制定货币政策
- ◆ 对于美国关税问题，欧盟主席冯德莱恩表示，未来与美国关系充满不确定性，呼吁欧盟在国防和安全问题更加独立。德国总理舒尔茨则更为强硬表态对加征关税的国家必须采取报复性关税。
- ◆ 欧洲央行副行长德金多斯则表示必须谨慎而明智地对待最新关税，并且认为关税会影响供应，但对通胀影响有限，当前通胀仍向目标靠拢，同时也提到将逐次会议对货币政策做出决定。
- ◆ 2月18日欧洲央行执委奇波洛内发表讲话称欧元区经济复苏依然疲弱，风险具体化可能会破坏经济复苏。欧洲央行的利率方向是明确的，但取决于数据。此外，奇波洛内强调政策利率仍然是欧洲央行调整货币政策立场的主要工具，但应考虑量化紧缩在影响整体金融和融资条件方面所发挥的作用。

虽然通胀反弹，但是欧洲经济疲软，市场对于欧洲央行降息预期依然较高，利率期货显示3月开启第6轮降息的概率高达97.9%，2025年剩余三个季度还将降息2-3轮。





CONTENT 目录

第一部分 各国经济差异化发展 全球货币政策继续宽松

第二部分 美国：经济软着陆 正式开启贸易战

第三部分 欧洲：经济弱复苏 多家央行已降息

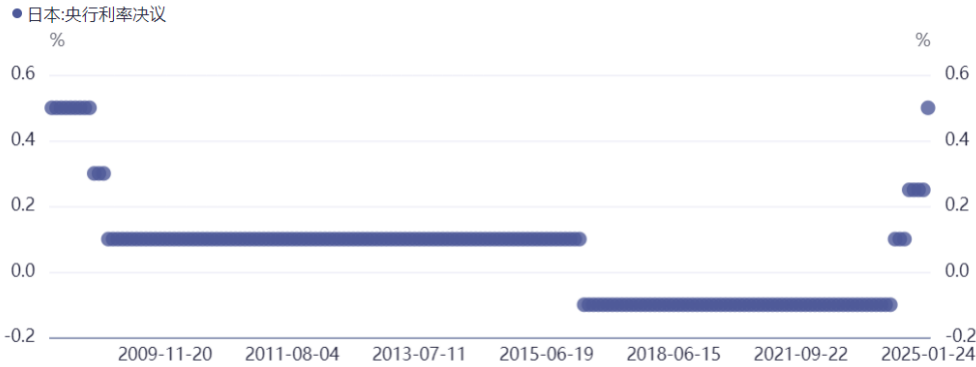
第四部分 日韩：日本经济避免衰退 韩国开启第三轮降息

第五部分 新兴经济体：印度制造业扩张 越南出口高增长

第六部分 全球宏观经济综合展望

2024年日本实际GDP及分项占比			
单位：万亿日元	2024年GDP	占比	同比
GDP总量	557.45	100%	0.07%
私人消费	297.58	53.38%	-0.14%
私人住宅投资	18.34	3.29%	-2.35%
私人企业设备投资	92.56	16.60%	1.34%
私人存货变化	0.71	0.13%	-21.03%
政府消费	119.33	21.41%	0.90%
公共投资	26.23	4.70%	-0.81%
公共存货变化	-0.01	0.00%	-128.41%
净出口	3.01	0.54%	-8.48%

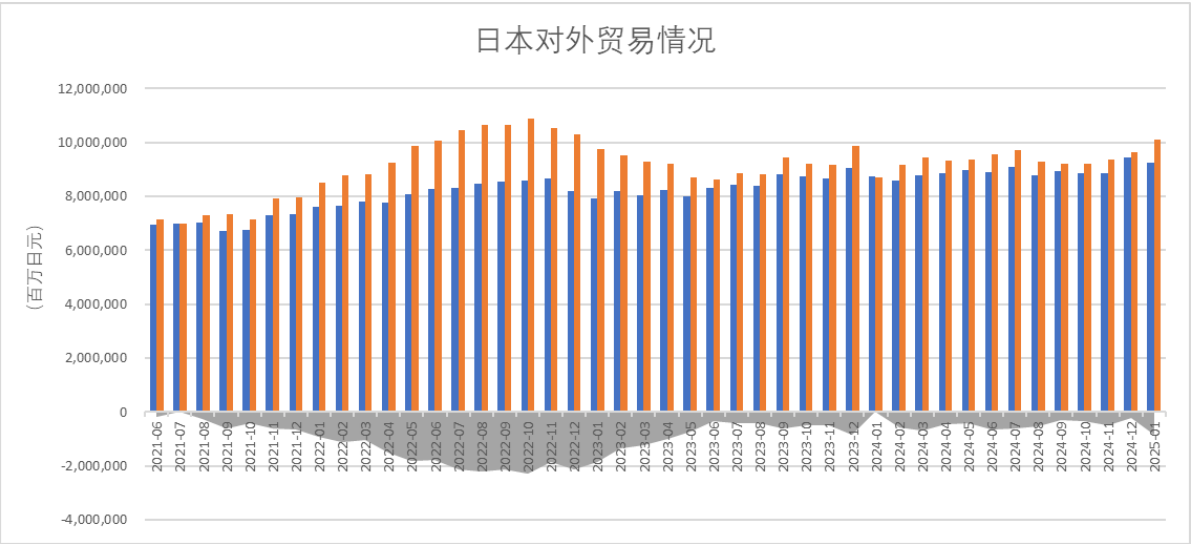
日本:央行利率决议



1月24日日本央行宣布加息25BP至0.5%，这是日本央行近1年以来第三轮加息，并且是幅度最大的一次。行长植田和男发表讲话：“如果预期前景实现，日本央行将继续加息。

- 经济方面：2024年前两个季度均出现同比负增长，一定程度受到日本束负利率的影响；第三和第四季度扭负为正，尤其第四季度增速达到1.3%。2024全年实际GDP录得557.45万亿日元，同比增长0.07%，避免了衰退困境。
- 通胀方面：1月CPI同比增长4%，创近2年新高，暂时摆脱通缩风险。
- 收入方面：日本央行判断2025年春季工资谈判将再次带来强劲的薪资增长，有望推动消费增长，也能支撑物价水平。
- 外贸：1月外贸逆差规模达到8563亿日元，创近21个月新高，并且连续1年出现贸易逆差。

日本经济开始复苏，通胀和收入攀升，为央行进一步加息提供条件。但是，日本外贸赤字严重，加息后将推动日元升值，利于进口，不利于出口，这将进一步扩大赤字规模。根据当前经济情况，日本央行有望在2025年再加息1次。



2、韩国经济增速放缓 央行开启第三轮降息

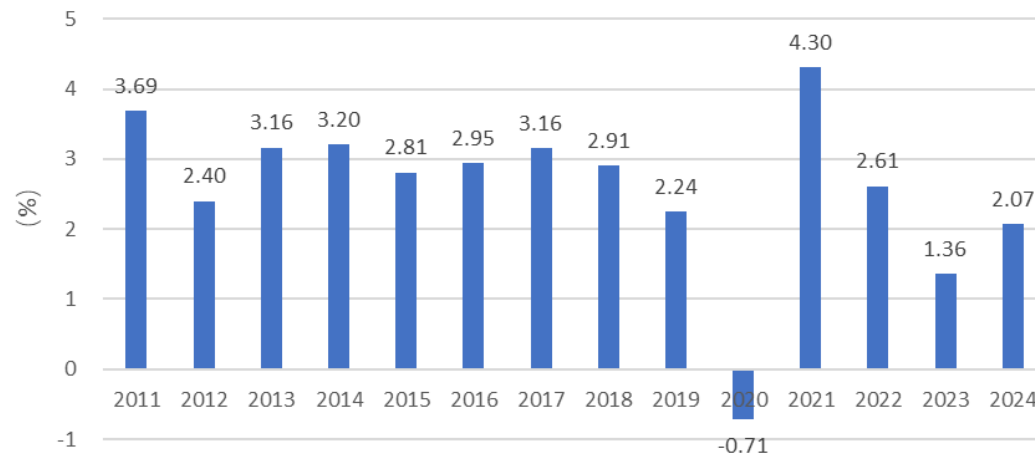
经济方面：2024年韩国实际GDP季调录得2290万亿韩元，同比增长2.07%，高于2023年的1.36%。不过，四季度同比增速仅1.28%，为近5个季度最低。

通胀方面：1月韩国CPI同比增速录得2.24%，为近半年新高；环比增长录得0.7%，为近17个月新高。

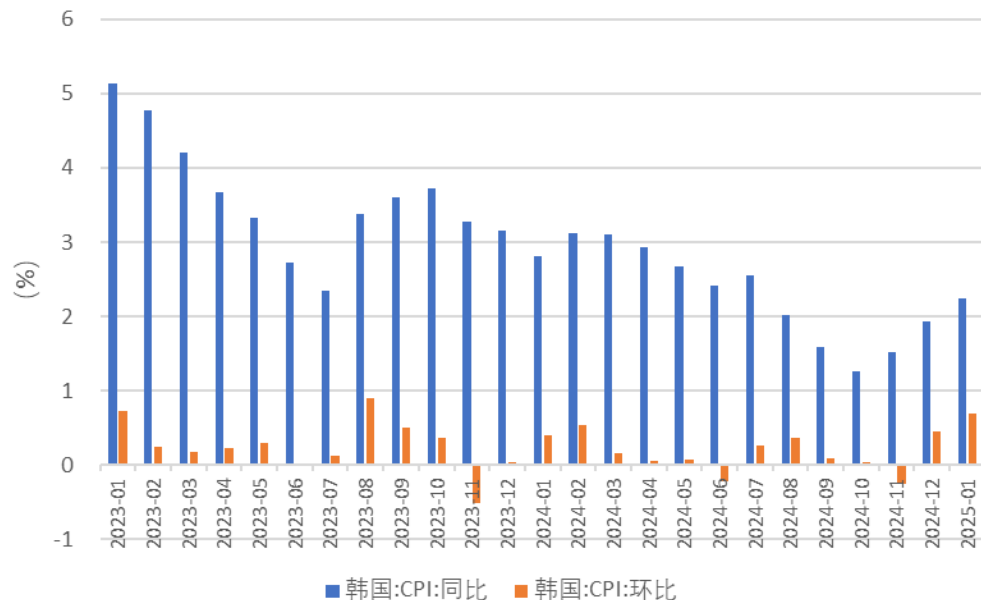
外贸方面：1月韩国贸易逆差录得18.6亿美元，近20个月首次出现贸易逆差，主要受到春节影响。2月韩国贸易恢复顺差，录得40.3亿美元。

利率方面：2月25日韩国央行宣布降息25BP至2.75%，这是韩国央行第三轮降息。虽然通胀反弹，但绝对增速接近2%，不必过分担忧。韩国央行更为关注四季度经济增速放缓，并且降息有利于货币贬值，有助于扭转贸易赤字。

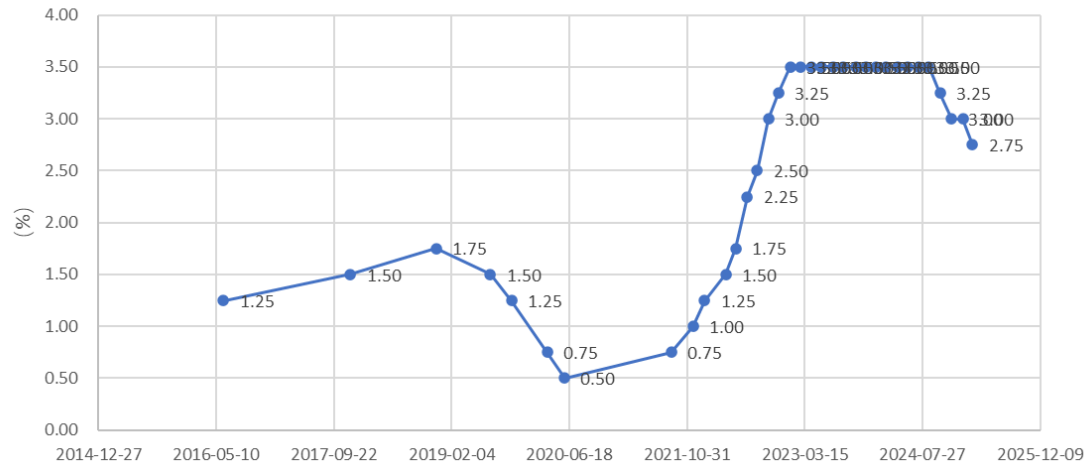
2011-2024年韩国实际GDP增速



韩国CPI同比和环比增速



韩国基准利率





CONTENT 目录

第一部分 各国经济差异化发展 全球货币政策继续宽松

第二部分 美国：经济软着陆 正式开启贸易战

第三部分 欧洲：经济弱复苏 多家央行已降息

第四部分 日韩：日本经济避免衰退 韩国开启第三轮降息

第五部分 新兴经济体：印度制造业扩张 越南出口高增长

第六部分 全球宏观经济综合展望

2024-2025年主要新兴经济体制造业PMI							
指标名称	越南	印尼	缅甸	泰国	菲律宾	马来西亚	印度
2025-02							59.5
2025-01	48.9	51.9	47.4	49.6	52.3	48.7	57.7
2024-12	49.8	51.2	50.4	51.4	54.3	48.6	57.4
2024-11	50.8	49.6	49.8	50.2	53.8	49.2	60.2
2024-10	51.2	49.2	48.4	50.0	52.9	49.5	57.5
2024-09	47.3	49.2	45.5	50.4	53.7	49.5	56.5
2024-08	52.4	48.9	43.4	52.0	51.2	49.7	57.5
2024-07	54.7	49.3	48.4	52.8	51.2	49.7	58.1
2024-06	54.7	50.7	50.7	51.7	51.3	49.9	58.3
2024-05	50.3	52.1	52.1	50.3	51.9	50.2	57.5
2024-04	50.3	52.9	49.9	48.6	52.2	49.0	58.8
2024-03	49.9	54.2	48.3	49.1	50.9	48.4	59.1
2024-02	50.4	52.7	46.7	45.3	51.0	49.5	56.9
2024-01	50.3	52.9	44.3	46.7	50.9	49.0	56.5

- 印度以人口和土地优势以及相对友好的国际环境，吸纳大量国内外资本建厂，制造业持续处于高速扩张之中。2月制造业PMI录得59.5，继续处于较快扩张区间。从2021年7月至今，长期处于荣枯线以上。值得一提的是，虽然印度制造业持续扩张，但是最近3个月出口不断回落，一定程度是因为印度人口庞大，内需旺盛。
- 阿根廷外贸出口连续10个月两位数增长，阿根廷农产品和矿产资源丰富深受国际市场青睐，另外阿根廷国内通胀严重，比索严重贬值，助推出口。
- 1月越南出口同比下降，这与春节假期工厂停工有关。去年2-12月越南出口均保持同比正增长。

2024-2025年全球主要新兴经济体对外出口贸易额月度同比增速											
	越南	马来西亚	新加坡	印尼	泰国	菲律宾	印度	文莱	土耳其	阿根廷	文莱
2025-01	-4.2%	0.3%	3.0%	4.7%			-2.4%			10.1%	
2024-12	8.0%	16.9%	14.6%	4.8%	7.2%	-2.2%	-1.0%	-3.3%	2.1%	31.9%	
2024-11	8.5%	3.9%	5.0%	9.1%	-0.6%	-8.6%	-4.8%	-4.3%	-3.3%	33.3%	-14.5%
2024-10	10.1%	1.6%	-3.4%	10.3%	5.8%	-5.0%	17.2%	2.9%	3.0%	32.9%	-22.4%
2024-09	8.4%	-0.6%	0.0%	6.3%	-0.8%	-7.6%	0.5%	-3.1%	-2.0%	20.7%	-20.5%
2024-08	16.1%	12.0%	4.1%	6.6%	13.0%	0.3%	-9.3%	-9.2%	2.1%	16.6%	-13.0%
2024-07	21.0%	12.3%	13.2%	6.6%	21.8%	0.1%	-1.8%	1.8%	13.6%	16.9%	-0.2%
2024-06	12.9%	1.7%	-2.0%	1.2%	5.0%	-17.3%	2.4%	3.9%	-8.5%	27.4%	15.5%
2024-05	12.9%	7.1%	12.0%	2.9%	14.8%	-3.1%	13.3%	-3.0%	11.8%	24.1%	28.4%
2024-04	12.3%	9.1%	13.2%	1.7%	12.5%	27.9%	2.0%	5.5%	0.2%	14.3%	85.3%
2024-03	15.0%	-0.9%	-3.4%	-3.8%	-6.1%	-5.9%	-0.6%	-16.0%	-3.9%	9.5%	44.2%
2024-02	-4.1%	-1.2%	1.7%	-9.6%	12.5%	17.8%	11.9%	6.6%	13.6%	2.8%	22.8%
2024-01	33.9%	8.6%	16.5%	-8.2%	8.2%	10.0%	4.3%	4.4%	3.5%	7.8%	-15.2%



CONTENT 目录

第一部分 各国经济差异化发展 全球货币政策继续宽松

第二部分 美国：经济软着陆 正式开启贸易战

第三部分 欧洲：经济弱复苏 多家央行已降息

第四部分 日韩：日本经济避免衰退 韩国开启第三轮降息

第五部分 新兴经济体：印度制造业扩张 越南出口高增长

第六部分 全球宏观经济综合展望

- 2025年世界经济增速预期2.8%，低于疫情前发展水平，前景充满不确定性，尤其是特朗普的关税政策极易导致别国反击，导致全球贸易逆全球化。目前特朗普已经对中国、加拿大、墨西哥加征关税，4月2日还有可能实施“对等关税”，未来或对欧盟加征关税。世界银行警告称倘若特朗普政府加征10%关税且遭到其他国家采取报复性关税，2025年世界经济增速或下调0.3BP至2.4%。
- 鉴于劳动力市场和工资增长平缓并且公共开支大幅削减，2025年**美国**GDP增速或放缓至1.9%。特朗普上台后，美国经济将发生重大转型，重点发展化石能源、虚拟货币、油车以及传统制造业，致力于扩大出口缩减贸易赤字。马斯克领导的效率部将大幅缩减不必要的财政支出。特朗普发动的贸易战是一把双刃剑，世界银行警告倘若美国加征10%关税且其他国家予以同等反制裁，美国经济可能下调至1.4%。对于特朗普而言，如何处理好与各国关系，实现斗而不破显得尤为重要。今年**欧洲**继续处于弱复苏状态，欧元区 and 英国经济增速预计在1%和0.75%。从1月起欧盟彻底切断从俄罗斯进口天然气，对于欧洲制造业将雪上加霜，高成本将令更多跨国企业将工厂外迁，欧洲产业空心化问题严重，制造业PMI将长期处于荣枯线以下。作为欧洲经济火车头的德国今年首要目标是摆脱连续两年的经济衰退。去年**日本**经济差点出现衰退，今年日本首先要保证正增长。日本是家庭消费驱动型的经济体，预计今年春季工资谈判会像去年一样取得一定幅度增长，有利于刺激日本经济恢复。**印度**将继续是新兴经济体中增速较快的，主要得益于持续增长的青年劳动力人口以及庞大的内需市场以及较为友好的国际环境。**俄罗斯**今年处境会更为艰难，欧洲有意完全切断俄罗斯对欧洲能源出口，欧盟表示即便美俄谈判成功，将继续制裁俄罗斯，而亚洲等其他市场无法弥补欧洲缺口，同时美英有意让本国和OPEC扩产，进一步压低石油价格，俄罗斯财政收入将会缩水。俄罗斯正在被西方列强排出世界主流经济圈中。俄罗斯应该趁特朗普撮合时，尽快摆脱俄乌冲突，不然军费支出还将持续攀升，导致更为严重财政赤字和通胀问题。
- 虽然美国通胀持续反弹，但美国经济、就业和消费信心将逐步放缓，特朗普借此强烈要求美联储加速降息，同时众议院将在3月召开听证会，将给美联储较为谨慎的货币政策带来巨大压力。美联储下轮降息或发生于今年年中，预计2025年降息两轮。俄乌和中东地区的地缘冲突有好转迹象，将削弱美元避险需求，不过关税加征又将减少美元外流，有利于美元稳定。预计3月美元指数在106-108点区间震荡。**欧洲央行**面临两难抉择，一方面经济疲软，投资和消费信心不足，以及潜在美欧贸易战；另一方面通胀持续反弹，距离2%长期通胀渐行渐远。预计欧洲央行2025年还将降息2-3轮。去年四季度英国经济超预期好转，但市场对于2025年发展预期仍不乐观。预计今年**英格兰银行**还将降息2轮。**日本银行**今年可能还将加息一轮，主要得益于经济复苏、工资上涨以及暂无通胀风险。**瑞士国家银行**已降息至0.5%，鉴于美国可能发动的贸易战，瑞士在2025年可能再度回归负利率。

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。



谢 谢！

方正中期期货有限公司

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室