

## 全球经济展现了韧性，但其运行步履蹒跚，且各国分化日益扩大

全球经济持续从新冠疫情、俄罗斯入侵乌克兰和生活成本危机的重重打击中缓慢复苏。回过头看，全球经济展现出了明显的韧性。俄乌战争给能源和粮食市场带来了扰动；为对抗处于数十年来高位的通货膨胀，全球货币政策环境空前收紧——即便如此，全球经济也仅是有所放缓而未陷入停滞。然而，经济增长仍然缓慢且不均衡，全球分化日益扩大。全球经济蹒跚向前，缺乏动力。

去年年底，全球经济活动触底反弹；当前，通胀——无论是总体通胀还是基础（核心）通胀——逐步得到了控制。但全面恢复到疫情前趋势似乎已愈发难以企及，这在新兴市场和发展中经济体尤其如此。

根据我们的最新预测，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%，相比我们7月对2024年的预测值下调了0.1个百分点。这仍远低于其历史平均水平。

总体通胀继续放缓，按同比增速计，其预计将从2022年的9.2%下降至今年的5.9%和2024年的4.8%。核心通胀（不包括粮食和能源价格）预计也将下降，不过速度慢于总体通胀，2024年将达到4.5%。

因此，各项预测越来越符合“软着陆”情景，也即在不出现经济活动大幅下滑的情况下降低通胀。这在美国尤为明显，其失业率的预测增幅非常温和，将从3.6%上升到2025年的3.9%。

但重大分化正在显现。相比新兴市场和发展中经济体，发达经济体的经济增速放缓更为明显。在发达经济体中，美国经济意外上行，

其消费和投资展现出了韧性；相比之下，欧元区经济活动的预测值则被下调。许多新兴市场经济体都展现出了相当大的韧性并意外走强，但中国是一个明显的例外——其面临着房地产危机和信心减弱带来的日益严峻的阻力。

三股全球性力量正在发挥作用。首先，服务业已接近全面复苏。过去一年中，服务业的强劲需求支撑了以服务业为导向的经济体，包括法国、西班牙等重要的旅游目的地国——这与中国、德国等制造业强国形成了对比。对劳动密集型服务的大量需求也使得劳动力市场进一步趋紧，这致服务业通胀走高且更趋持久。但随着制造业持续放缓，服务业活动正在减弱，这预示着服务业通胀将在2024年下降，且劳动力市场和经济活动将走软。

其次，经济放缓部分源于为降通胀而采取的必要的货币政策收紧。这种政策的负面影响已经开始显现，但各国的传导情况并不均衡。信贷环境收紧正在给房地产市场、投资和经济活动带来压力，这在可调利率按揭贷款比例较高的国家或家庭动用储蓄的意愿或能力较低的国家更是如此。美国和欧元区的企业破产数量有所上升，不过其初始水平处于历史低位。各国也处在加息周期的不同阶段：发达经济体（除日本外）的加息已接近峰值，而巴西、智利等一些新兴市场经济体则已开始放松政策。

第三，通胀和经济活动受到了去年大宗商品价格冲击的影响。严重依赖从俄罗斯进口能源的经济体经历了能源价格的大幅上涨和经济的急剧放缓。我们近期的一些研究表明，能源价格上涨的传导效应在推动欧元区核心通胀上升方面起到了重要作用，这与美国不同——美国的核心通胀压力来自于劳动力市场的紧张。

尽管存在走软迹象，但发达经济体的劳动力市场仍然活跃，失业率处于历史低位，这帮助支撑了经济活动。到目前为止，几乎没有证据表明出现了“工资-价格螺旋式上升”的现象，而实际工资仍低于疫情前的水平。此外，许多国家经历了工资分布的急剧收窄（这一变化是值得欢迎的）。其中，部分收窄反映了灵活办公和远程工作安排给高收入者带来的更多便利价值，这减轻了该群体的工资压力。

## 风险

尽管一些极端风险（如银行业的严重动荡）自4月以来已有所缓和，但总体风险仍偏向下行。

首先，中国的房地产危机可能会进一步加深，这是全球经济面临的一项重要风险。这一问题带来的政策挑战十分复杂。恢复信心需要迅速重组陷入困境的房地产开发商，维护金融稳定，并解决地方公共财政的压力。如果房地产价格下跌速度过快，银行和家庭的资产负债表将恶化，并有可能出现严重的金融放大效应。如果人为抬高房地产价格，资产负债表将在一段时间内得到保护，但这可能会挤出其他投资机会，减少建筑行业的新增活动，并因土地出让金减少而给地方政府的财政收入带来不利影响。无论采取哪种方式，中国经济都需要摆脱依靠信贷驱动房地产的增长模式。

其次，如果地缘政治紧张局势和与气候变化有关的扰动再度加剧，大宗商品价格的波动可能会上升。6月以来，由于“欧派克+”（即石油输出国组织，加上部分非欧派克成员国）国家延长了减产期限，石油价格上涨了约25%。粮食价格居高不下，如果俄乌战争升级，可能对粮食价格造成进一步扰动，并给许多低收入国家带来重大困难。毫无疑问，这对降低通胀的策略构成了重大风险。地缘经济割裂也导致关键矿物等大宗商品的价格在各地区

之间的差异急剧增加。正如本报告第三章的分析所述，这将在未来形成严重的宏观经济风险，包括对气候转型构成的风险。

第三，虽然基础通胀和总体通胀均有所下降，但它们仍然处于高位，令人不安。短期通胀预期已经上升并明显高于目标水平，不过目前这一趋势似乎正在发生变化。正如本报告第二章所详述的，降低这些短期通胀预期对于成功抗击通胀至关重要。由于劳动力市场紧张、部分国家超额储蓄充足以及存在不利的能源价格形势，通胀可能会变得更加顽固，需要央行采取更大力度的行动。

第四，许多国家的财政缓冲已被侵蚀，它们的债务水平高企，融资成本上升，经济增速放缓，对国家日益增长的需求与可用财政资源之间的不匹配日益加剧（见2023年10月《财政监测报告》）。这使得许多国家在危机面前变得更加脆弱，需要重新关注财政风险管理。

最后，尽管货币政策有所收紧，但许多国家的金融环境有所宽松（见2023年10月《全球金融稳定报告》）。危险在于可能出现风险的大幅重新定价——这对新兴市场尤其如此——这将导致美元进一步升值，引发资本外流，增加借贷成本并加剧债务困境。

## 政策

在我们的基线情景下，由于各国央行维持紧缩立场，通胀将持续下降。

许多国家都已接近其紧缩周期的峰值，不再需要进一步收紧政策。然而，过早放松政策将使过去18个月来取得的成果毁于一旦。当通胀稳步下行、短期通胀预期下降，下调政策利率将使货币政策立场（即实际利率）保持不变，直至接近通胀目标。

财政政策需要支持货币政策的策略，并帮助降低通胀。2022年，随着多项疫情期间的紧急财政措施被取消，财政政策和货币政策曾朝

着同一方向发力。而在2023年，财政政策和货币政策的协同程度有所下降。最令人担忧的是美国，其财政状况已大幅恶化。美国的财政政策不应是顺周期的，尤其是在通胀周期的当下阶段。更广泛来说，各国的财政政策都应专注于重建因疫情和能源危机而受到严重侵蚀的财政缓冲，如取消能源补贴。

我们还应该重新关注中期前景。在中期，前景正变得愈发黯淡。中期经济增长的前景乏力，特别是新兴市场和发展中经济体。这会带来深远的影响：新兴市场和发展中经济体追赶发达经济体生活水平的速度将大幅放缓，它们的财政空间将缩小，债务脆弱性和风险敞口上升，克服新冠疫情和俄乌战争带来的长期创伤效应的机会减少。

伴随经济增长放缓、利率上升和财政空间缩小，结构性改革已成为了关键。要提高长期经济增速，可以通过实施一系列谨慎确定次序的结构性改革来实现，特别是那些侧重于治理、企业监管和对外部门的改革。这些“第一

代”改革有助于释放增长潜力并提升后续改革（无论是信贷市场改革还是绿色转型改革）的效力。

多边合作有助于确保所有国家取得更好的增长成果。首先，各国应避免实施违反世界贸易组织（WTO）规则和扭曲国际贸易的政策。其次，各国应保障气候转型所需的关键矿物以及农产品的顺畅流动。这种“绿色走廊”将帮助降低波动性并加速绿色转型。

最后，所有国家都应致力于限制地缘经济割裂，因为它阻碍了各方在实现共同目标方面开展合作并取得进展；相反，各国应努力恢复对基于规则的多边框架的信任，以提高透明度和政策确定性，帮助促进全球共同繁荣。一个以资源充足的国际货币基金组织为核心的强大全球金融安全网是至关重要的。

皮埃尔-奥利维耶·古兰沙  
国际货币基金组织经济顾问