中国银行 BANK OF CHINA 研究院

全球经济金融展望报告

2025 年第 4 季度（总第 64 期）　　报告日期：2025 年 9 月 25 日

要点

● 2025 年三季度，全球经济增长态势有所修复。总需求小幅反弹，总供给整体平稳。全球通胀整体下降速度减慢，分化趋势加剧。关税政策对全球贸易冲击有所缓和。美联储货币政策转鸽。国际资本重返新兴市场。全球美元流动性承压，美元指数低位震荡，美债收益率宽幅调整，股市整体呈现上行，大宗商品价格波动加剧。

● 展望 2025 年四季度，全球经济增长预期喜忧参半。需求端面临的不确定性增加，供给端相对稳健。全球通胀整体稳中有降，美国面临通胀反弹风险。美国关税政策存在诸多不确定性。部分经济体财政收支压力加剧。美联储可能进一步降息。地缘政治因素将继续对全球资金流向产生重要影响。美元指数延续疲软表现，美债收益率保持宽幅震荡，新兴市场股市更具吸引力，国际油价中枢下移。

● 特朗普第二任期背景下中欧经贸合作前景、美联储货币政策框架调整等热点问题值得关注。

全球主要经济指标趋势分析

	分项	2022 年占全球 GDP 份额	2025Q3 VS 2025Q2	综合研判
需求	居民消费	55.4%	→	
	私人投资	28.1%	↑	↑
	政府支出	16.5%	↑	
供给	农业	4.3%	→	
	工业	27.5%	↑	↑
	服务业	68.2%	→	
经济增长——GDP 增速				↑
通货膨胀率——CPI 增速				↓

资料来源：世界银行，Wind，中国银行研究院

中国银行研究院
全球经济金融研究课题组

组　长：陈卫东
副组长：鄂志寰
　　廖淑萍
成　员：边卫红
　　熊启跃
　　赵雪情
　　曹鸿宇
　　李颖婷
　　王宁远
　　初　晓
　　章凯莉
　　平　婧
　　路先锋
　　孙嘉木
　　王　静（全球发展部）
　　张笑梅（金融市场部）
　　綦子琼（金融市场部）
　　陆晓明（纽约）

联系人：曹鸿宇
电　话：010-66594053
邮　件：yjycaohongyu@bank-of-china.com

全球经济增长显现韧性，跨境资本流动呈现新特征

——中国银行全球经济金融展望报告（2025 年第 4 季度）

2025 年三季度，全球经济增长态势有所修复。主要经济体消费增长分化，投资活动得到改善，财政政策延续积极扩张态势，总需求小幅反弹；制造业景气度回升，服务业活动小幅转弱，总供给整体平稳。全球通胀下降速度减慢，分化趋势加剧。美国经济形势回暖，欧洲经济呈现弱复苏，日本经济增长承压，印度经济超预期冲高，俄罗斯经济增长面临挑战。关税政策对全球贸易活动冲击有所缓和。美联储货币政策转向鸽派。部分新兴经济体成为全球 FDI 流入重点，国际资本重返新兴市场。全球美元流动性承压，美元指数低位震荡，美债收益率宽幅调整，股市整体呈现上行，大宗商品价格波动加剧。

展望 2025 年四季度，全球经济增长预期喜忧参半。需求端面临的不确定性增加，供给端相对稳健。全球通胀整体稳中有降，美国面临通胀反弹风险。美国关税政策存在诸多不确定性，其他经济体可能采取更多贸易保护主义措施。部分经济体财政收支压力加剧。美联储可能进一步降息，欧央行降息之路面临争议。地缘政治因素将继续对全球资金流向产生重要影响。美元指数延续疲软表现，美债收益率保持宽幅震荡，新兴市场股市更具吸引力，国际油价中枢下移。

本期报告分别对特朗普第二任期背景下中欧经贸合作前景、美联储货币政策框架调整两个专题展开分析。

一、全球经济回顾与展望

（一）全球经济：关税短期冲击减弱，经济增长有所修复

2025 年三季度，全球经济增长态势有所修复。美国关税政策带来的扰动渐缓，政策面趋于宽松对全球经济构成一定利好（表 1）。

表 1：2025 年三季度全球主要经济指标趋势分析

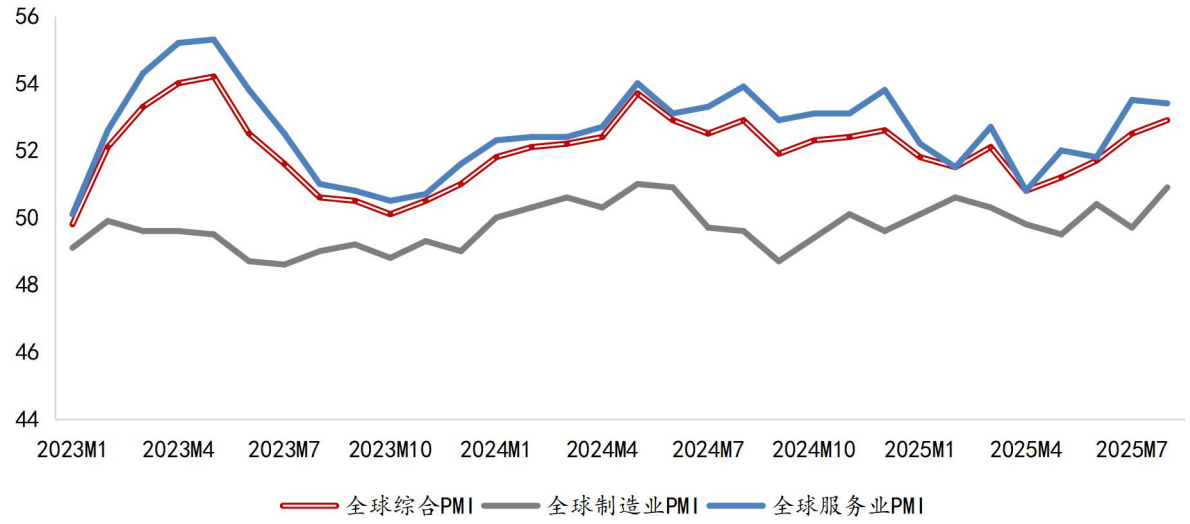
	分项	2022 年占全球 GDP 份额	2025Q3VS 2025Q2	综合研判
需求	居民消费	55.4%	→	↑
	私人投资	28.1%	↑	
	政府支出	16.5%	↑	
供给	农业	4.3%	→	↑
	工业	27.5%	↑	
	服务业	68.2%	→	
经济增长——GDP 增速				↑
通货膨胀率——CPI 增速				↓

资料来源：中国银行研究院

供给端。农业产出保持稳定。全球食品价格整体保持稳定，8 月食品价格指数报 130.1 点，与 7 月的 130.0 点基本持平，同比上涨 6.9%。联合国粮食及农业组织（FAO）发布的最新一期《谷物供求简报》预计，2025 年全球谷物产量将达 29.61 亿吨，同比增长 3.5%，创下历史新高。**制造业景气度回升。**随着特朗普政府“对等关税”政策落地，全球经济运行预期趋于稳定，主要经济体制造业活动有所反弹。8 月摩根大通全球制造业 PMI 为 50.9%，较上月上升 1.2 个百分点，重回扩张区间（图 1）。美国制造业 PMI 升至 53.3%，创 2022 年 5 月以来新高，较 7 月大幅回升 3.5 个百分点，制造业产出和新订单指标明显改善。欧元区 8 月综合 PMI 升至 51.1%，高于预期和前值，其中制造业 PMI 回升至 50.5%，为 2022 年 6 月以来首次重返荣枯线上方。日本 8 月综合 PMI 升至 51.9%，其中制造业 PMI 升至 49.9%，同时日本产能利用率在 5 月跌至 97.9 的低点后连续两个月回升，7 月升至 109.1 的年内最高值，制造业活动呈现良好复苏势头。新兴经济体方面，6 月以来东盟、印度和拉美地区制造业活动逐月回暖，8 月制造业 PMI 分别升至 51%、59.3%和 50.9%，维持扩张势头，土耳其、

哈萨克斯坦、俄罗斯等制造业活动相对偏弱。**服务业活动小幅转弱，但维持在繁荣区间。**8 月全球服务业 PMI 为 53.4%，较上月小幅下降 0.1 个百分点。发达经济体服务业活动有所放缓，8 月服务业 PMI 下降 0.6 个百分点至 53.3%。其中，美国服务业 PMI 小幅回落至 55.4%，但仍保持在稳健扩张区间；欧元区服务业 PMI 小幅回落至 50.7%；日本服务业回落 0.9 个百分点至 52.7%，仍处高位扩张区间。新兴市场经济体服务业活动连续两个月升温，8 月服务业 PMI 上升 0.9 个百分点至 53.9%，其中印度高位上行 2.4 个百分点至 62.9%，巴西和俄罗斯分别回升 3 个和 1.4 个百分点至 49.3%和 50%。

图 1：摩根大通全球 PMI 变化趋势（%）



资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

需求端。主要经济体消费增长分化。7 月美国零售销售环比增长 0.5%，连续两个月扩张，同比增长 3.9%，13 个消费活动类别中有 9 项正增长，消费活动呈现回暖。欧洲地区消费活动放缓，7 月欧盟和欧元区零售业销售额分别环比下降 0.4%和 0.5%，欧元区 20 国零售销售量指数（不含汽车和摩托车）环比下降-0.5%，年内第二次出现负增长；8 月欧元区消费者信心指数跌至-15.5，是年内第二低水平。日本 7 月零售销售同比增速仅为 0.3%，显著低于市场预期的 1.6%，较 6 月 2%的同比增速大幅下滑，经季调的零售销售额指数继 6 月环比

增长 0.9%后再度下降 1.6%，显示消费扩张势头并不稳健；7 月经通胀调整的实际现金收入上升了 0.5%，2025 年首次恢复正增长，但主要归因于夏季奖金的一次性增加，基本工资增速尚未跟上物价涨幅。**投资活动出现短期改善。**7 月美国核心资本货物订单（不包括飞机和军事硬件）环比增长 1.06%。日本机床订单同比增长 4%，其中占订单总额 7 成的海外订单增长 5%，折射出全球制造业投资需求的复苏势头。

表 2：全球主要经济体零售销售额/指数环比增速（%）

	2023 年最终消费支出占全球份额	2024 年	2025 年				
			M3	M4	M5	M6	M7
美国	29.1	2.6	1.52	-0.11	-0.79	0.90	0.51
中国	12.8	3.3	0.2	0.16	0.57	-0.26	-0.14
欧元区	15.1	1.2	0.4	0.4	-0.3	0.6	-0.5
日本	4.1	2.6	-1.2	0.7	-0.6	0.9	-1.6
巴西	2.3	4.8	1.56	3.03	-0.33	0.21	-
印尼	1.1	3.2	13.64	-5.13	-1.31	-0.24	-4.13
英国	3.6	1.2	1.2	-0.4	-1.0	0.3	-
墨西哥	1.9	7.4	0.37	3.32	1.72	-0.38	-
韩国	1.5	0.0	-0.97	2.73	0	0.69	-
澳大利亚	1.6	2.4	0.31	0.01	0.50	1.20	-
南非	0.4	2.4	-0.27	2.28	0.21	0.01	-

资料来源：世界银行，UNCTAD，Wind，中国银行研究院

展望四季度，全球经济增长预期喜忧参半。需求端不确定性增加。8-9 月美国密歇根大学消费者信心指数持续大幅下跌，显示当前美国消费扩张势头并不稳固，就业和价格压力也指向美国消费活动的低迷前景。欧盟和日本等其他发达经济体消费需求扩张势头同样呈现疲软迹象。另一方面，随着美联储再次启动降息措施，市场资金面趋于宽松，“大而美法案”延续减税措施，叠加特朗普政府与欧、日、韩之间约定的巨额投资承诺逐步落地实施，预计美国国内投资活动可能获得一定程度提振，但其他经济体投资潜力可能面临透支。**供给端整体趋于稳健。**随着特朗普政府关税政策的逐步明朗、落地，当前全球市场预期步入阶段性稳定期，推动制造业活动复苏。服务业活动总体保持稳健扩张势头，但需密切关注美国就业市场持续低迷可能引发的市场供给紧张风险。**预计 2025 年四季度，全球实际 GDP 增速在 2.4%左右；全年实际 GDP 增速在 2.1%**

左右。

（二）全球通胀：下降速度减慢，分化趋势加剧

美国通胀相对温和，8 月美国 CPI 环比、同比增速均较上月上升 0.2 个百分点，分别达 0.4%和 2.9%。剔除食品和能源价格后的核心 CPI 同比增长 3.1%，与 7 月持平，环比增长 0.3%，继续保持 2025 年 1 月以来最大涨幅。欧元区 8 月 HICP（初值）同比增长 2.1%，高于上个月的 2%，对通胀率贡献最大的分项为服务业，同比增长 3.1%。日本 7 月综合 CPI 降至 3.1%，总体呈现回落，但剔除新鲜食品和能源的核心 CPI 维持 3.4%的高位水平，显示经济活动成本压力犹存。主要新兴经济体（除南非、墨西哥外）CPI 增速呈下降趋势。

表 3：G20 经济体 CPI 同比增速变动（%）

	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月		3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月
阿根廷	55.9	47.3	43.5	39.4	36.6	33.6	欧盟	2.5	2.4	2.2	2.3	2.4	-
土耳其	38.1	37.9	35.4	35.1	33.5	33.0	韩国	2.1	2.1	1.9	2.1	2.1	1.7
俄罗斯	10.3	10.2	9.9	9.4	8.8	8.1	加拿大	2.3	1.7	1.7	1.9	1.7	-
南非	2.7	2.8	2.8	3.0	3.5	-	德国	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	2.2
墨西哥	3.8	3.9	4.4	4.3	3.5	3.6	法国	0.9	0.9	0.6	0.9	0.9	0.8
巴西	4.9	5.0	5.2	4.8	5.1	4.9	英国	2.6	3.5	3.4	3.6	3.8	-
印度	3.3	3.2	2.8	2.1	1.6	-	印尼	1.0	2.0	1.6	1.9	2.4	2.3
澳大利亚	2.4	-	-	2.1	-	-	沙特	2.3	2.3	2.2	2.3	2.1	-
美国	2.4	2.3	2.4	2.7	2.7	2.9	意大利	1.9	1.9	1.6	1.7	1.7	1.6
日本	3.6	3.6	3.5	3.3	3.1	-	中国	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.4

注：澳大利亚 CPI 增速为季度数据

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年四季度，全球通胀预计将整体趋于稳定。全球层面需求降温和能源价格下跌的趋势仍然存在，有助于缓解通胀压力。关税、移民等政策对美国通胀的影响正在逐步显现，预计将在四季度逐渐传导至美国消费者价格并推高通胀压力；但对其他大多数经济体而言，价格下行趋势成为主线。**预计 2025 年四季度，全球 CPI 同比增速在 3.1%左右；全年 CPI 增速在 3.5%左右。**

表 4：全球主要经济体实际 GDP 增速和通货膨胀率预测（%）

地区	国家	实际 GDP 增速				CPI 同比增速			
		2023	2024	2025F	较上期预测变化	2023	2024	2025F	较上期预测变化
美洲	美国	2.9	2.8	1.4	0	4.1	3.0	3.0	0
	加拿大	1.5	1.6	1.6	+0.4	3.9	2.4	2.0	-0.1
	墨西哥	3.3	1.5	0.2	-0.8	5.6	4.7	3.9	+0.1
	巴西	3.3	3.4	2.3	+0.2	4.6	4.4	5.1	-0.2
	智利	0.2	2.6	2.4	+0.2	7.7	4.3	4.3	-0.1
	阿根廷	-1.6	-1.7	4.4	0	127.9	236.8	41.4	-1.8
亚太	中国	5.4	5.0	5.0	0	0.2	0.2	0.1	0
	日本	1.5	0.2	0.7	-0.1	3.3	2.7	2.8	0
	澳大利亚	2.1	1.1	1.8	0	5.6	3.2	2.5	0
	印度	7.6	9.2	6.1	-0.2	5.7	5.0	4.6	0
	韩国	1.4	2.2	0.8	-0.2	3.6	2.3	2.0	0
	印尼	5.1	5.0	4.8	0	3.8	2.3	1.8	-0.2
	沙特	-0.8	1.2	3.6	-0.1	2.3	1.7	2.2	+0.3
欧非	欧元区	0.4	0.9	0.9	-0.1	5.4	2.4	2.0	0
	英国	0.1	1.1	1.1	0	6.8	2.5	3.4	+0.3
	德国	-0.3	-0.2	0	-0.2	6.0	2.5	2.2	0
	法国	0.9	1.2	0.5	0	5.7	2.3	1.2	+0.2
	俄罗斯	4.1	4.3	1.5	+0.1	6.0	8.4	8.0	-1.2
	土耳其	5.1	3.2	3.0	+0.1	53.4	60	34.5	+0.2
	尼日利亚	2.9	3.4	3.4	-0.1	24.5	33.2	22.0	-0.4
	南非	0.7	0.5	1.0	-0.1	5.9	4.4	3.4	0
	全球	**2.7**	**2.8**	**2.1**	**+0.1**	**+0.2**	**4.3**	**3.5**	**+0.1**

资料来源：IMF，中国银行研究院

（三）全球贸易：波动趋缓，关税政策仍面临较大变数

2025 年三季度，关税政策对全球贸易活动冲击趋于缓和。7 月以来，美国频繁调整关税政策：7 月 30 日，对进口巴西部分商品加征 40%关税，对进口铜及其制品加征 50%关税；7 月 31 日，修改“对等关税”税率，以反映美国与主要经济体的贸易谈判结果；8 月 6 日，对进口印度商品加征 25%关税。与二季度初相比，美国对中国、东盟成员国、日本、韩国、欧盟等经济体加征的关税水平有所下降，巴西、印度等贸易伙伴则面临更高关税，铜、半导体等产品层面关税则在持续推进中。据彼得森国际经济研究所（PIIE）测算，相较于二季度初，美国进口关税税率在 8 月末小幅下降 2.4 个百分点至 25.9%。关税政策对全球贸易活动冲击趋缓。8 月 8 日，世界贸易组织将 2025 年全球货物贸易增速预测值由 4 月的-0.2%上调至 0.9%。7 月，韩国、新加坡、泰国、印度尼西亚、越南出口增速分别达到 5.9%、8.6%、11.0%、11.3%、17.7%。同期，美国进口规模同比增长 1.4%，其中自中国台湾、越南、瑞士、墨西哥、泰国的进口规模

同比增速分别为 6.7%、6.2%、3.6%、15.5%、2.8%，在美国进口总额中的占比分别提高 2.2、2.0、1.9、1.0、0.9 个百分点。中国出口展现韧性。7 月，中国出口规模同比增长 7.2%，较上年同期提高 0.3 个百分点；美国在中国出口总额中的占比较上年同期下降 2.8 个百分点；159 个经济体在中国出口总额中的占比提升，在中国出口总额中占比合计达到 61.0%，其中越南、中国台湾、泰国、德国、荷兰份额提升幅度较大，分别达到 1.0、0.5、0.4、0.4、0.3 个百分点。

表 5：2025 年以来主要贸易国进出口贸易同比增速（%）

	2025 年			2024 年		
	贸易额	进口额	出口额	贸易额	进口额	出口额
中国（前 8 月，美元）	2.5	-2.2	5.9	3.7	2.3	4.7
美国（前 7 月，美元）	8.5	10.9	5.5	4.9	5.2	4.5
欧盟（前 6 月，欧元）	5.1	5.8	4.4	-4.5	-8.8	-0.2
德国（前 6 月，美元）	3.1	5.6	1.0	-4.5	-7.1	-2.4
荷兰（前 6 月，欧元）	4.6	4.4	4.7	-7.2	-8.7	-5.8
加拿大（前 7 月，加元）	3.4	5.7	1.0	1.0	0.9	1.0
俄罗斯（前 7 月，美元）	-2.3	0.3	-4.0	-2.3	-8.1	1.9
日本（前 7 月，日元）	1.2	-0.1	2.6	5.9	3.1	9.0
韩国（前 8 月，美元）	-0.3	-1.6	0.9	3.2	-3.1	9.9
印度（前 7 月，美元）	2.1	3.6	-0.1	5.5	5.9	4.8
印尼（前 7 月，美元）	6.4	3.9	8.7	0.3	2.4	-1.5
越南（前 8 月，美元）	17.2	18.7	15.7	16.3	17.6	15.0
泰国（前 7 月，美元）	12.4	10.6	14.4	3.8	3.8	3.7
新加坡（前 7 月，新元）	6.3	4.7	7.7	8.1	9.4	7.0
巴西（前 8 月，美元）	3.2	6.9	0.5	3.3	6.6	0.8
墨西哥（前 7 月，美元）	-11.2	-13.2	-9.0	4.6	5.5	3.6

资料来源：Wind

展望 2025 年四季度，关税政策对全球贸易形势影响短期难以消除。现阶段，美国关税政策还存在诸多不确定性。一是特朗普关税政策合法性有待美国最高法院判决。二是美国与主要贸易伙伴达成的贸易协议大多未以行政令形式公布协议内容，条款细节还存在部分争议，协议落地时间并不明朗（专栏 1）。若“芬太尼关税”及“对等关税”被裁定非法并撤销，美国关税显著回调将对全球贸易活动构成利好。但考虑到关税政策短期财政效果显著，若后续被裁定违法，不排除美国继续使用其他工具推出新的关税政策，全球贸易形势将因此走弱。同时，特朗普关税政策在全球范围引发广泛示范效应，可能导致贸易风险进一步累积和外溢。例如，打击转口贸易是特朗普第二任期关税政策的重要内

容。2025 年以来，柬埔寨、印尼、马来西亚、韩国、中国台湾、泰国、越南、墨西哥等经济体在美施压下先后加强对转口贸易的限制措施。同时，9 月 4 日，墨西哥总统宣布考虑对包括中国在内的、与墨西哥没有贸易协定的国家加征进口关税，涉及汽车、纺织品、塑料制品等核心品类。**预计 2025 年全球贸易增速在 0.7%左右。**

专栏 1：美国与多国达成协议，关税有效性有待最高法院判决

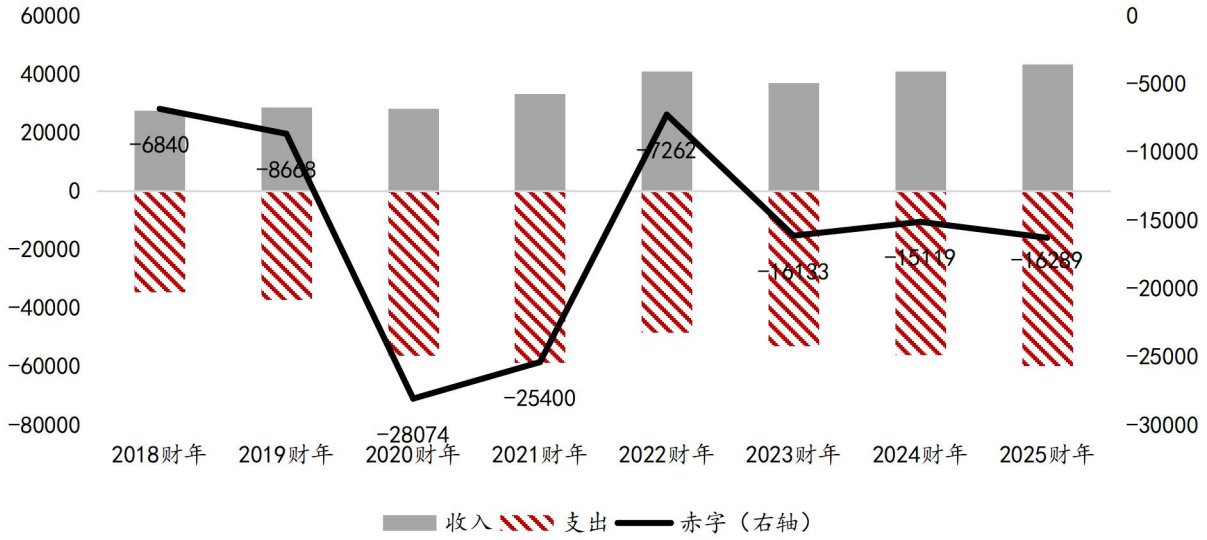
美国与越南、印尼、菲律宾、柬埔寨、泰国等东盟国家达成贸易协议，打击转口贸易成为重要内容。7 月 2 日，特朗普宣布与越南达成贸易协议，越南对进口美国商品免征关税；美国对进口越南商品征收 20%关税，对原产于其他国家但经越南转运商品征收 40%关税。7 月 22 日，特朗普宣布与印尼达成贸易协议，印尼对进口美国商品免征关税；美国对进口印尼商品征收 19%关税；两国承诺加强原产地规则合作。根据特朗普在社交媒体的表态，原产于其他国家但经印尼转运至美国的商品，适用于原产国关税叠加 19%关税。同时，美国先后宣布与菲律宾、柬埔寨、泰国达成贸易协议，但具体内容仍未在白宫官网公布。**美国与日本、欧盟、韩国等发达经济体达成贸易协议，关税换投资成为主线。**7 月 23 日，特朗普宣布与日本达成贸易协议，美国对进口日本商品征收 15%关税；日本向美国开放农产品、能源、航空、汽车等重点商品市场，向美国的能源基础设施、半导体制造、关键矿产开采等战略工业新增投资 5500 亿美元。7 月 28 日，特朗普宣布与欧盟达成贸易协议，美国对进口欧盟商品征收 15%关税；欧盟购买价值 7500 亿美元的美国能源产品，向美国新增投资 6000 亿美元。7 月 30 日，特朗普宣布与韩国达成贸易协议，美国对进口韩国商品征收 15%关税;韩国购买价值 1000 亿美元的美国能源商品,向美国新增投资 3500 亿美元（其中 1500 亿美元为韩美造船合作专用资金）。**贸易协议细节有待进一步明确。**目前，特朗普政府仅在白宫官网公开表示与英国、印度尼西亚、欧盟、日本达成贸易协议，与其他经济体达成贸易协议则主要依据特朗普本人在社交媒体上的表态。这意味着美国与多数贸易伙伴间的贸易协议条款细节有待商榷，后续协议如何落地还存在不确定性。

特朗普关税政策有效性有待最高法院判决。2025 年 8 月 9 日，美国联邦巡回上诉法院判定特朗普援引《国际紧急经济权力法》（IEEPA）征收的关税非法。9 月 3 日，特朗普政府正式向美国最高法院提出上诉，要求推翻联邦巡回上诉法院的裁决。9 月 9 日，美国最高法院迅速受理该案件并承诺将加快处理，相关庭审辩论将于 11 月举行。在此之前，“芬太尼”关税、“对等关税”将继续有效。美国财政部长贝森特公开对最高法院维持特朗普关税政策表达坚定信心，并表示若最高法院维持判决特朗普关税政策非法，特朗普政府可以启用 1930 年《斯姆特-霍利关税法》第 338 条等其他法律工具，该条款允许总统对被认定歧视美国商业的经济体最高征收 50%的关税。

（四）全球财政政策：更加积极，收支失衡压力凸显

2025 年三季度，主要经济体延续积极财政政策立场。美国关税收入增长与支出结构调整难以缓解财政压力。2025 财年以来（2024 年 10 月到 2025 年 7 月），美国累计赤字规模 1.63 万亿美元，同比增速 7.7%（图 2）。其中，联邦政府支出 5.98 万亿美元，较 2024 财年同期增长 7%，社会保障、利息和医疗保障仍是支出主要项目，占总支出比重分别为 22%、14%和 14%；联邦政府收入为 4.35 万亿美元，较 2024 财年同期增长 6%，增速低于支出项。7 月，美国关税收入大幅增长至 280 亿美元，同比大幅增长 273%，创历史新高，占当月政府收入的 8.3%。但关税收入上升未能有效对冲支出增加，美国政府收支差距持续扩大，7 月预算赤字规模达 2911 亿美元，远超市场预期的 2391.5 亿美元，8 月美国国债总额突破 37 万亿美元。欧盟委员会大幅提高财政预算加大债务负担。2025 年以来欧元区债务未偿还余额占 GDP 比重持续增加，7 月占比高达 78.1%，较 2024 年 12 月上升 2.7 个百分点。欧元区主要经济体财政政策立场差异较大。德国采取积极财政政策，8 月宣布将推出 1000 亿欧元大规模投资计划“德国基金”，聚焦国防、能源和关键原材料；当月德国还公布了一项截至 2041 年的防务开支计划，总金额超 3550 亿欧元，预计将用于军备投资。法国于 7 月公布 2026 年预算计划，预计将通过减少公共部门岗位、控制社会福利支出增长等措施削减支出。该计划引发较大争议，导致总理贝鲁引咎辞职。日本财政支出增速较快。2025 年上半年，日本国库月度收入环比增速平均为 12.4%，月度支出环比增速高达 59.5%。截至 8 月，日本财政收支赤字累计为 3.2 万亿日元，虽较 2024 年同期有所下降，但赤字规模仍维持较高水平。日本将于 12 月中旬发布 2026 财年税改方案，预计首相选举不会显著影响财政预算，下调消费税可能性较低。

图 2：美国财政收支情况（亿美元）



注：各财年数据为上年 10 月到当年 7 月累计值

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年四季度，主要经济体将维持财政扩张步伐。美国特朗普政府于 7 月 4 日正式签署“大而美法案”，该法案包括多项惠及高收入人群和企业的减税政策，并计划通过削减医疗福利补助支出、废除绿色能源激励等措施填补财政缺口。据美国国会预算办公室测算，预计在未来十年内使美国债务增加约 3.3 万亿美元，同时可能导致近 1200 万人失去医疗保障。特朗普于 8 月单方面取消了用于对外援助、联合国维和行动和海外民主促进工作的 49 亿美元对外援助资金，这将一定程度缓解美国四季度财政压力。欧盟继续实施积极财政政策。欧盟委员会于 7 月公布 2028-2034 年新预算提案，总额为 2 万亿欧元，较当前 1.21 万亿欧元预算显著增长，并将聚焦加强国防与提升经济竞争力领域（专栏 2）。日本财政支出持续扩大，8 月日本公布各政府部门 2026 财年预算申请总额，规模达 122.4 万亿日元，较 2025 财年增长 4.1%。其中防卫预算申请额为 8.8 万亿日元，创历史新高；日本财务省列入 32 万亿日元资金用于支付债务利息，占总预算申请的 26.5%。

专栏 2：欧盟长期财政预算出炉，聚焦国防安全与经济竞争力

欧盟委员会于 7 月 16 日公布 2028-2034 年长期预算案，并于 9 月 3 日完成预算提案，预算金额约 2 万亿欧元，显著高于当前阶段（2021-2027 年）的 1.2 万亿欧元，预计约占 2028-2034 年欧盟 GDP 的 1.3%。**支出方面，**新预算案计划使用 8650 亿欧元支持成员国及区域发展，约占总预算的 44%。其余主要支出领域包括“欧洲竞争力基金”拨款、对外援助融资、“下一代欧盟”复兴计划相关债务还款和教育投资，占总预算比重分别为 21%、10%、8%和 2%。**收入方面，**除关税、增值税等自筹资金传统渠道之外，欧盟委员会提出通过欧盟排放交易收入、碳边界调整机制收入、电子垃圾回收、烟草消费税及对在欧年净营业额超过 1 亿欧元企业征税等方式筹集资金，预计每年将额外创造约 585 亿欧元收入。

欧盟长期预算案聚焦国防与竞争力领域。一是大幅增加安全防务投资规模，并积极拓展地缘政治影响力。与 2021-2027 年预算相比，欧盟国防与航天项目预算增长了 5 倍至 1310 亿欧元，主要用于网络安全、军民两用基础设施和国防工业领域。移民与边境管理预算较当前阶段增加 3 倍至 810 亿欧元，主要用于增加边境防控技术配置、加强运输与关键基础设施建设、推动移民制度改革等领域。欧盟还计划为乌克兰提供 1000 亿欧元支持，并推出 2000 亿欧元的对外援助工具（Global Europe Instrument），以提升欧盟国际影响力。**二是加大数字技术、清洁能源等高科技领域投资。**在欧盟设立的“欧洲竞争力基金”中，约 70%的资金将用于支持清洁能源、数字技术以及生物技术等高科技领域发展。欧盟还将继续推动“欧洲地平线”2028-2034 年阶段计划，将投资金额从 2021-2027 年的 955 亿欧元提升至 1750 亿欧元，为高科技及创新领域项目提供科研经费资助。**三是推动农业领域改革。**对农业领域支出进行整合，农民直接获得的农业资金规模有所下降，从现阶段的 3870 亿欧元缩减至 3000 亿欧元。欧盟还将引入绩效评估机制，以此提升传统农业领域资金的使用效率，并引导更多资金转向数字化与绿色经济转型项目。

长期预算案能否顺利通过仍存在较大不确定性。新预算案需获得欧盟成员国一致同意并经欧洲议会批准，欧盟内部对预算案存在较大争议。法国、德国和意大利基本支持预算安排，但德、意两国分别就新增税种和削减农业补贴提出异议；荷兰、瑞典、丹麦等国对欧盟预算快速扩张表示反对，担心打破欧盟财政纪律。

（五）全球货币政策：美联储货币政策转向鸽派，欧央行降息路径面临新挑战

2025 年三季度，美联储货币政策将从维持利率不变转为踏上降息之路，欧洲央行暂停降息维持中性利率水平，日本央行维持当前利率水平但对加息持开放态度。美联储在 2025 年 7 月议息会议上按兵不动，强调加征关税可能带来的

通胀风险。杰克逊霍尔央行年会上美联储主席鲍威尔重点关注劳动力市场风险，9 月美联储议息会议降息 25 个基点。欧央行在 7 月、9 月维持利率不变，表示当前通胀与经济表现使其将当前利率视为“中性或接近中性”，9 月议息会议下调对 2027 年的通胀预测，总体通胀率降至 1.9%，核心通胀率降至 1.8%。日本央行在 7 月货币政策会议上继续将基准利率维持在 0.5%，并上调了对通胀前景的评估。英格兰银行在 8 月的议息会议中将利率下调 25 个基点至 4.0%。

展望 2025 年四季度，全球货币政策主要呈现以下特征。全球主要央行继续根据自身经济和物价情况，灵活调整货币政策，同时密切关注全球贸易政策等不确定性因素的影响。

1.美联储再度降息的概率攀升，欧洲央行未来降息之路面临诸多争议。四季度预计美联储或将降息 2 次。尽管当前进口关税带来的价格压力较为温和，但是未来预计关税因素将进一步推高通胀水平，关税战引发的通胀风险仍值得关注。关税导致企业运营成本上升，最终将迫使雇主裁员，从而抑制消费支出。美国劳动力市场供给与需求呈现弱势，脆弱性平衡可能演化为失业率进一步上升的风险。美联储主席鲍威尔也表示，美国就业市场的下行风险意味着可能需要进一步的政策调整。欧央行在 7 月和 9 月连续两次暂停降息后，内部出现“继续降息与暂停观察”之争。未来如果欧元区通胀与工资数据持续回落，欧央行四季度预计将小幅降息；若经济表现优于预期或外部物价压力上升，欧央行将倾向按兵不动。

2.若通胀预期进一步攀升，日本央行年内预计将启动加息，英格兰银行或将暂停降息以进一步观察政策效果。如果日本企业景气水平持续攀升，工人薪资水平上行，核心 CPI 进一步上扬，日本央行可能在四季度抓住时间窗口，小幅上调利率水平，同步监测关税调整引发的外溢效应及汇率波动等金融风险。根据调查，近三分之二的经济学家认为，日本央行最快将于四季度加息至少 25 个基点，该比例较 7 月份提高约 17%，日本央行在 10 月升息的概率较高。英格

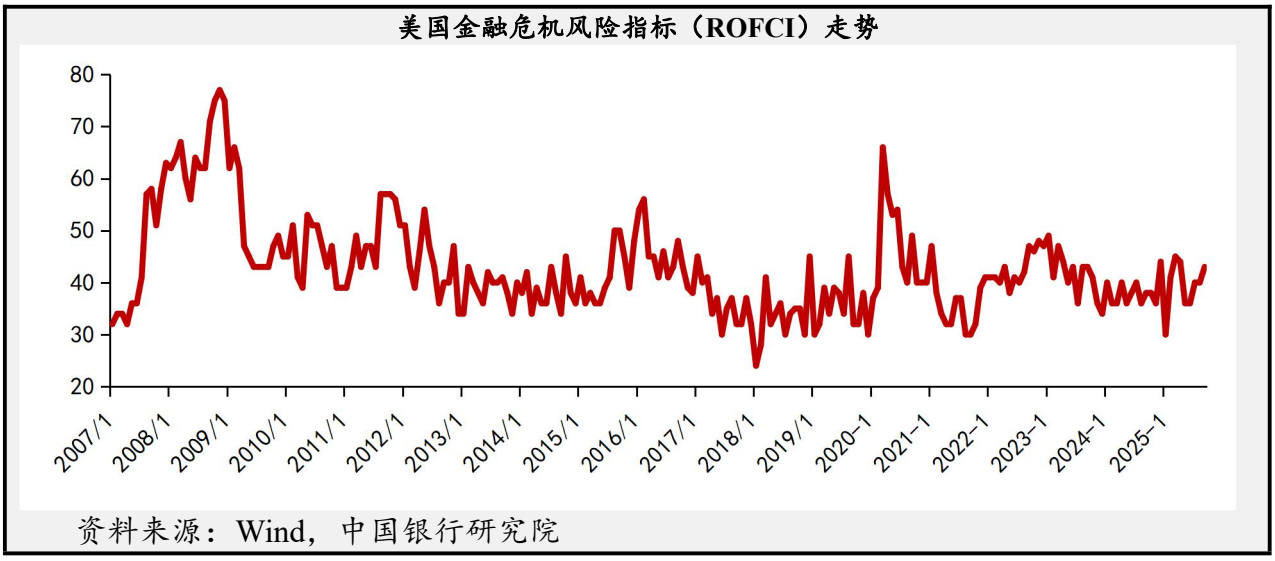
兰银行货币政策将根据工资增长、服务类核心通胀水平以及经济增长态势等因素进行综合考量，四季度或将暂停降息。

专栏 3：美国金融危机风险监测分析

美国金融危机风险指标显示，2025 年三季度美国金融危机风险指标（ROFCI）月平均值从二季度的 38.66 上升到 41，从安全区域进入不稳定区域；并且月度指标在不稳定区域内从 7、8 月的 40 在 9 月上升到 43。 三季度标普 500 波动性指数 VIX 从二季度的危险和不稳定区域下降并维持在安全区域，但股市快速增长导致的投资者风险偏好上升及估值过高的风险仍然存在。公司债券市场和公司信贷市场的信用风险仍然在不稳定区域内小幅波动，并且风险溢价仍然处于历史较低水平。银行股票市场延续了二季度中后期以来的上升趋势，并且升幅超过标普 500，显示银行投资者信心改善。银行业以违约距离表示的系统性风险也在不稳定区域内持续改善。

流动性风险上升成为三季度 ROFCI 上升到不稳定区域的主要驱动因素。**一是**随着美联储持续缩表减少国债持有量，银行准备金及其与总资产的比值在安全区间内下降。**二是**有担保隔夜融资利率 SOFR 上升，联邦基金利率目标中值和 SOFR 的利差下降到负值，这反映了回购市场流动性收紧，其中的原因包括国债发行量增长、美联储缩表导致金融系统流动性减少、隔夜逆回购大幅下降到接近疫情前水平、货币市场融资需求上升等方面。但非金融机构的流动性仍然充足，非金融商业票据 A2/P2 级与 AA 级的利差在安全区域内下降。反映宏观经济状态的纽约联储周经济指数 WEI 在三季度持续改善。但国债 10 年期和 3 个月期的利差仍然在负值边缘小幅波动，尚未完全脱离倒挂状态。美元兑主要货币交易的波动性指数 CVIX 持续下降，显示外汇市场风险改善。联邦基金有效利率一直维持在 4.33%，略低于目标区间的中值水平 4.375%，显示银行间资金市场流动性相对充足，美联储利率政策操作状态良好。

2025 年四季度预计经济政策将更加明确，美联储将再次降息，并停止缩表，金融市场整体风险因此有可能缓解。但金融市场在三季度累积的某些脆弱性和风险因素有可能在四季度延续。由于股市估值水平仍较高，未来仍有可能再次较大幅波动。公司债券及公司信贷市场的信用风险及再融资风险可能随着美联储降息而改善，但过低的风险溢价仍然隐含了市场对风险重新定价的可能性。银行业流动性压力有可能随着国债发行继续增长和准备金减少而上升。而非银行金融机构资产快速增长，其高度依赖短期货币市场资金仍然是市场流动性的脆弱点。随着国债发行继续增长，货币市场基金的逆回购资产减少，非银行金融机构以及回购市场的流动性压力有可能上升。以上因素可能导致四季度 ROFCI 继续在安全和不稳定区域边界波动。



（六）重点国别/地区经济形势研判

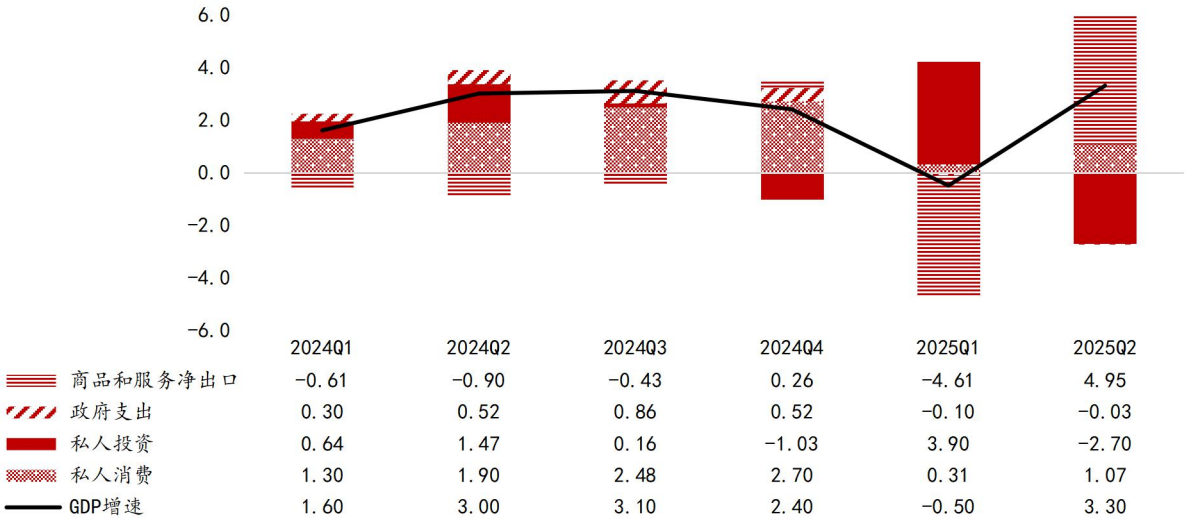
1.美国：经济增速大幅波动，预期后续将缓慢增长

2025 年二季度，美国实际 GDP 环比折年率为 3.3%，较上季度-0.5%的增速上升 3.8 个百分点。一季度的“抢进口”、“抢库存”在二季度出现反转，进口大幅收缩带动净出口数据回暖，净出口对美国实际 GDP 的贡献由一季度的-4.7 个百分点反弹至近 5 个百分点，支撑美国经济增速转正（图 3）。

内需活动走弱。二季度不包括库存和政府支出的美国国内私人最终购买环比折年率较上季度下降 0.7 个百分点至 1.2%，降至 2023 年一季度以来新低。**消费活动小幅回升。**二季度，美国个人消费支出环比折年率由一季度的 0.5%反弹至 1.4%，7 月美国个人消费支出环比增长 0.5%，涨幅连续两个月扩大。但今年上半年消费支出整体增速均值较去年明显放缓。二季度更真实反映美国消费需求的国内购买者最终销售额环比折年率仅为 1.2%，较前值 1.9%明显下滑。**投资扩张步伐受阻。**二季度美国企业投资环比折年率从一季度的 10.3%大幅降至 1.9%，其中建筑投资增速由-2.4%进一步跌至-10.3%，设备投资增速由一季度的 23.7%大幅回落至 4.8%，住宅投资延续收缩趋势（由-1.3%降至-4.6%）。5-7 月，美国核心资本品订单（剔除国防和飞机）环比增速分别为 2%、-0.6%和 1.1%，企业扩大资本开支的意愿仍不稳定。**宽财政趋势一度放缓，但近期再度重启。**

一、二季度美国联邦政府支出环比折年率分别为-4.6%和-3.7%，3-6 月联邦政府赤字（盈余）情况连续四个月好于上年同期，显示特朗普政府就任之初压降财政开支的措施取得一定成效。但进入三季度，联邦财政再度转向扩张，7 月联邦政府支出同比大幅增长 9.7%，预算赤字为 2911 亿美元，明显高于 2391.5 亿美元的市场预期规模。

图 3：美国实际 GDP 环比增长折年率及分项贡献率（%）



	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
商品和服务净出口	-0.61	-0.90	-0.43	0.26	-4.61	4.95
政府支出	0.30	0.52	0.86	0.52	-0.10	-0.03
私人投资	0.64	1.47	0.16	-1.03	3.90	-2.70
私人消费	1.30	1.90	2.48	2.70	0.31	1.07
GDP增速	1.60	3.00	3.10	2.40	-0.50	3.30

资料来源：Wind，中国银行研究院

出口需求相对稳定，进口活动大幅波动。二季度，净出口对美国 GDP 的贡献由上季度-4.7 个百分点大幅升至近 5 个百分点，贡献水平创下历史最高纪录，波动幅度远高于 GDP 整体变化。7 月美国货物和服务出口小幅增长 80 亿美元至 2805 亿美元，进口在连续三个月下滑后激增 200 亿美元至 3588 亿美元，为四个月来最高水平，贸易逆差环比增长近 33%至 783 亿美元。在此趋势下，三季度贸易活动可能再次对美国经济构成拖累。

供给端活动表现活跃。标普全球 8 月美国综合 PMI 产出指数升至 55.4%，高于 7 月的 55.1%，升至去年 12 月以来的最高水平，显著高于荣枯线，显示私营部门持续扩张。制造业 PMI 升至 53.3%，创 2022 年 5 月以来新高，较 7 月大

幅回升 3.5 个百分点，其中制造业产出和积压订单指标均升至 2022 年中以来的高位，新订单指标升至自 2024 年 2 月以来的最高水平，显示市场需求预期有所改善。服务业 PMI 小幅回落至 55.4%，但仍保持在稳健扩张区间。

通胀持续处在上行区间，关税压力逐步显现。2025 年 6 月以来，美国 CPI 涨势有所提速。8 月美国 CPI 环比增长 0.4%，高于预期 0.1 个百分点，较上月提升 0.2 个百分点；核心 CPI 环比增长 0.3%，继续保持 2025 年 1 月以来最大涨幅水平。8 月美国 CPI 同比增长 2.9%，较上月扩大 0.2 个百分点，核心 CPI 同比增长 3.1%，与 7 月持平。分项来看，7 月核心通胀涨势更多受服务价格支撑，当月核心服务价格环比增长 0.4%，快于核心 CPI 增速；而到 8 月核心商品价格涨势有所升温，环比增速上行 0.1 个百分点至 0.3%，与核心 CPI 增速持平，同比上涨 1.5%，涨幅为 2023 年 5 月以来最高，其中服装、家电、新车等更容易受到关税影响的商品价格环比增速分别为 0.5%、0.4%和 0.3%，涨幅较 7 月分别扩大 0.4、1.3 和 0.3 个百分点，由关税上调引致的商品通胀压力正在逐步显现（表 6）。

表 6：美国 CPI 及其分项变化情况

	权重（%）	经季调环比		同比	
		2025M7	2025M8	2025M7	2025M8
CPI	100	0.2	0.4	2.7	2.9
食品	13.64	0	0.5	2.9	3.2
能源	6.42	-1.1	0.7	-1.6	0.2
核心 CPI	79.94	0.3	0.3	3.1	3.1
核心商品	19.30	0.2	0.3	1.2	1.5
服装	2.46	0.1	0.5	-0.2	0.2
家电	0.22	-0.9	0.4	-0.3	0.3
新车	4.32	0	0.3	0.4	0.7
核心服务	60.65	0.4	0.3	3.6	3.6
住房	35.43	0.2	0.4	3.7	3.6

资料来源：美国劳工部，中国银行研究院

展望四季度，美国经济增速预计将呈现缓慢增长。消费活动或将进一步走弱。8 月美国非农就业人数仅增加 2.2 万，较 7 月份修正后的 7.9 万大幅下降，

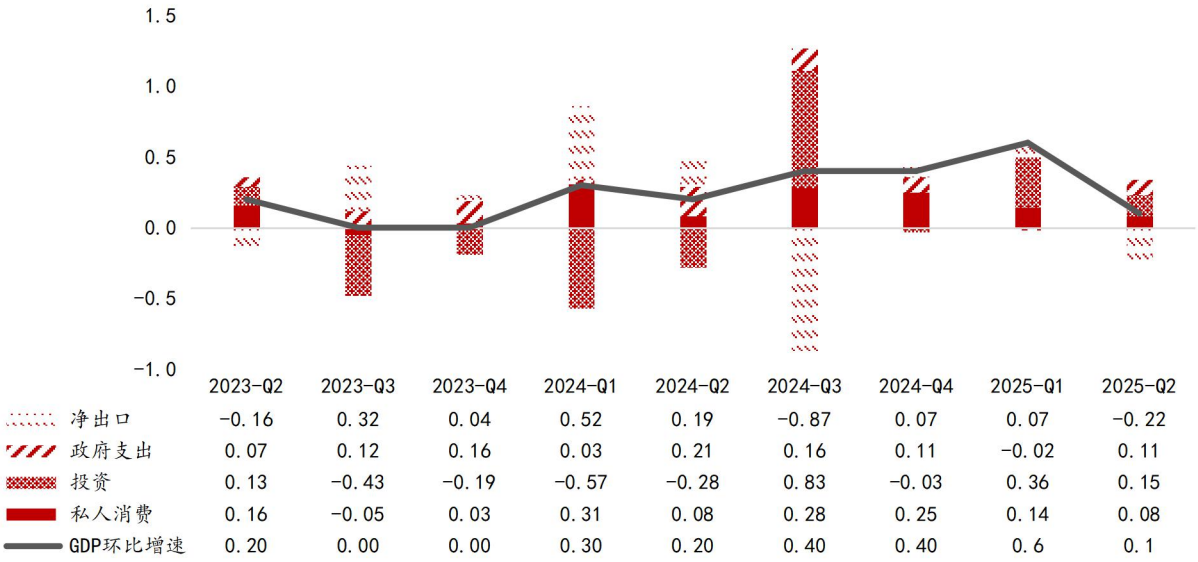
远低于市场预期，当月失业率升至4.3%，为2021年以来最高水平。此外，美国劳工部发布的初步修订数据显示，2024年4月至2025年3月美国新增就业岗位较统计初值减少91.1万个，美国就业市场实际表现比此前数据显示的更为疲软，后续美国消费需求扩张势头可能更加脆弱。9月密歇根大学美国消费者信心指数为55.4，继8月份后再度大幅下滑，调查显示，美国消费者持续关注关税政策等问题，认为商业环境、劳动力市场和通胀风险不断上升。**投资活动迎来利好。**一方面，9月美联储降息25个基点，年内存在进一步降息的预期，利率环境趋于宽松，国内投资活动有望获得提振。另一方面，美国与欧盟、日本和韩国等经济体达成双边贸易协定，获得了主要发达经济体的巨额投资承诺，后续若相关投资逐步落实，能够对美国国内经济活动形成有效拉动。**跨境经贸活动有望趋于平稳，对美国经济构成一定支撑。**当前美国已与部分主要贸易伙伴达成双边贸易协议，并公布新的“对等关税”税率清单，整体关税水平较4月清单有小幅下调，目前仅有少数国家和地区的关税水平存在不确定性，后续贸易活动波动对美国经济数据带来的扰动将逐渐减小。中期来看，需密切关注特朗普政府关税措施司法争议事件走势，若美国最高法院2026年年中最终裁定特朗普政府援引IEEPA加征的“对等关税”等措施非法，届时美国关税税率调整以及关税退还将对美国经济活动带来巨大扰动。**预计2025年四季度，美国实际GDP增速环比折年率在1%左右，CPI同比增速在3.5%左右。**

2.欧洲：经济弱复苏，前景受关税协议扰动

欧元区：经济增长动能较弱，通胀保持平稳。2025年二季度，欧元区实际GDP环比和同比分别增长0.1%和1.4%，较一季度分别放缓0.5个和0.1个百分点。私人消费表现较弱，二季度欧元区居民最终消费支出环比增长0.1%，增速较一季度下降0.2个百分点；投资增速由正转负，二季度固定资本形成总额环比大幅下跌1.8%，在很大程度上抹去了一季度2.7%的涨幅；政府支出二季度环比增长0.5%，较一季度上升0.6个百分点，支撑欧元区经济增长；贸易表现

疲软，二季度欧元区出口环比下跌 0.5%，进口为零增长。欧元区制造业表现基本稳定，二季度产能利用率为 77.8%，较一季度上升 0.9 个百分点。7 月欧元区制造业 PMI 指数为 49.8%，虽仍处于收缩区间，但略高于预期值。服务业保持增长态势，但动力逐渐减弱。7 月，欧元区服务业 PMI 为 51%，较 6 月回升 0.5 个百分点，但低于预期值 51.2%。从成员国表现看，西班牙在欧元区主要经济体中表现较好，2025 年一、二季度 GDP 环比增速分别高达 0.6%和 0.7%；法国经济保持缓慢增长，前两季度 GDP 环比增速分别为 0.1%和 0.3%；德国和意大利经济增速均由升转降，二季度实际 GDP 环比增速分别下跌 0.3%和 0.1%，较一季度下降 0.6 个和 0.4 个百分点。

图 4：欧元区实际 GDP 环比增速贡献率（%）



	2023-Q2	2023-Q3	2023-Q4	2024-Q1	2024-Q2	2024-Q3	2024-Q4	2025-Q1	2025-Q2
净出口	-0.16	0.32	0.04	0.52	0.19	-0.87	0.07	0.07	-0.22
政府支出	0.07	0.12	0.16	0.03	0.21	0.16	0.11	-0.02	0.11
投资	0.13	-0.43	-0.19	-0.57	-0.28	0.83	-0.03	0.36	0.15
私人消费	0.16	-0.05	0.03	0.31	0.08	0.28	0.25	0.14	0.08
GDP环比增速	0.20	0.00	0.00	0.30	0.20	0.40	0.40	0.6	0.1

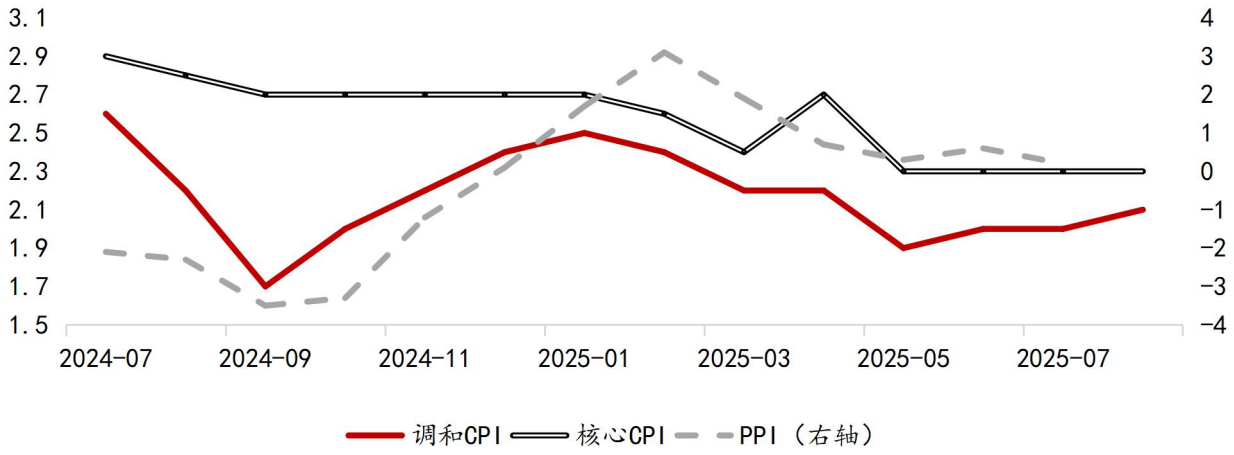
资料来源：Wind，中国银行研究院

2025 年三季度，欧元区经济延续弱复苏态势。一是私人消费增长具有一定韧性。欧元区劳动力市场维持平稳，2025 年 7 月失业率为 6.2%，较 6 月小幅下降 0.1 个百分点。6 月，欧元区零售销售指数和消费信贷总额环比分别上升 0.3%和 0.4%，同比分别上升 3.1%和 2.7%，增速较 5 月均出现明显回升。**二是欧央行基准利率降至中性水平，带动投资回升。**欧央行于 2025 年 1 月、3 月、4 月

和 6 月分别降息 25 个基点，7 月暂停降息，欧元区存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率分别为 2.0%、2.15%和 2.40%。利率持续下降有助于投资回暖，加上二季度的低基数，三季度欧元区投资将有所回暖。**三是欧元区贸易萎缩，顺差明显减少。**特朗普对欧盟征收高关税严重影响欧元区出口表现。2025 年以来，欧元区出口呈下降态势，6 月贸易顺差规模缩小至 28.2 亿欧元，显著低于 5 月的 156.1 亿欧元。

欧元区通胀保持平稳。2025 年 8 月，欧元区调和 CPI 同比增长 2.1%，核心 CPI 同比增长 2.3%，基本符合央行目标。其中，服务通胀和食品通胀较高，8 月同比增速分别为 3.1%和 3.2%；其他工业品价格小幅上涨 0.8%；能源价格连续 6 个月下跌，降幅为 1.9%。工业生产者价格重新回落，2025 年 7 月欧元区 PPI 同比上涨 0.2%，较 5 月增速下降 0.4 个百分点（图 5）。

图 5：欧元区通胀走势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年四季度，欧元区经济弱复苏态势面临扰动。一是私人消费与投资增长动能较弱。受美欧贸易协议以及法国政局动荡等影响，欧元区消费者与投资者信心减弱。8 月，欧元区消费者信心指数为-15.5，较 7 月回落 0.8 个点；9 月，欧元区 Sentix 投资者信心指数为-9.2，连续两个月下滑。**二是美欧贸易协**

议将削弱欧元区经济增长前景。美欧于7月达成贸易协议。一方面，美国将对多数欧盟输美商品征收15%关税，且核心的汽车关税仍维持27.5%。另一方面，美国要求欧盟对美工业制成品征收零关税，并需在2028年前额外进口7500亿美元的美能源产品、增加美军事装备采购、对美增加6000亿美元新投资。欧盟投资承诺叠加美国对欧高关税，可能加剧制造业、制药业等欧洲本土关键产业向美国转移，出口下降、投资外流将削弱欧盟经济增长潜力。三**是欧盟财政支出大幅扩张。**7月，欧盟公布2028-2034年新预算提案，总额达2万亿欧元，国防、清洁能源、数字技术等领域预算大幅增长，预计将拉动政府支出增长，对经济产生支撑作用。综上，**预计2025年四季度欧元区实际GDP环比增速为0.1%，CPI同比增速为2.0%。**

德国：经济复苏不确定性较高。2025年以来，德国经济较2024年小幅好转，一、二季度实际GDP同比均增长0.2%，但二季度环比增速下跌0.3%。供给端看，制造业增长动力依然较弱。2025年三季度，德国产能利用率为77.1%，较一季度小幅上升0.2个百分点。但工业生产指数则明显波动，继5月环比小幅上升0.4%后，6月环比下跌2.3%。需求端看，德国消费与投资动能减弱。失业率较前期有所上升，7月德国调和失业率为3.7%，高于年初的3.5%，呈缓慢上升态势。7月，德国零售销售指数同比增长3.5%，较6月小幅上升0.2个百分点，但明显低于4月的6.0%高位。消费者信信指数下滑，9月GFK消费者信心指数为-23.6，较8月下降2.1个点。投资者信心波动较大，8月和9月Sentix投资者信心指数分别为-0.4和-12.8。

展望2025年四季度，政府支出将成为德国经济复苏的重要驱动力。7月，德国相继发布2025年财政预算计划和2026年联邦预算草案。其中，德国2025年预算草案规定支出4806亿欧元，新增债务438亿欧元，主要用于支付绿色电力补贴和公民收入的额外费用。2026年联邦预算草案计划支出5205亿欧元，较2025年增长3.5%，交通基础设施、住房建设、数字化发展和国防安全等是

重点支出领域。德国政府大幅增加政府开支有助于保障就业、提振经济活力，但预计将在2027-2029年间产生1720亿欧元预算缺口，可能加大德国政府财政压力。贸易方面，美国对欧盟征收15%“对等关税”将影响德国出口竞争力。据德国经济研究所测算，2025-2028年，受美国关税影响，德国可能面临2900亿欧元的经济损失。**预计2025年四季度，德国实际GDP环比增速为0.2%，CPI同比增速在2.1%左右。**

法国：政局不稳影响经济增长前景。2025年二季度，法国实际GDP增速环比和同比分别增长0.3%和0.8%，较一季度均上升0.2个百分点。供给端看，法国工业表现相对平稳，7月工业生产指数同比上升1.3%，三季度产能利用率为82.4%，较二季度小幅上升0.2个百分点。需求端看，法国消费保持平稳，二季度最终消费支出同比增长1.2%，较一季度上升0.1个百分点，7月零售营业额指数同比上升2.8%。进出口贸易增长势头较好，7月法国出口和进口同比分别增长3.1%和1.4%。

展望2025年四季度，法国政局不稳削弱经济增长动力。当前，法国面临高福利体系难以维系和实质性改革难以推进两大治理难题。法国审计法院数据显示，2024年法国社保系统赤字为153亿欧元，预计2025年将进一步扩大至221亿欧元。7月，时任法国总理贝鲁公布2026年预算草案，计划削减财政支出438亿欧元，具体举措包括将两个公共假日改为工作日、医保支出增幅减半等，引发民众不满。9月8日，贝鲁领导的政府未能通过国民议会信任投票，贝鲁于9日向马克龙递交辞呈，为法国一年多以来第三位辞职的总理；10日，法国国内爆发“封锁法国”抗议活动，据法国内政部统计当天全国总计超17万人参加该活动。政坛震荡引发市场对法国经济前景的担忧，8月法国消费者信心指数为-18.5，较7月下降1.7个点。**预计2025年四季度法国实际GDP环比增速为0.1%，CPI同比增速在1.0%左右。**

英国：经济增长动能趋弱。2025年二季度，英国实际GDP环比增速为0.3%，

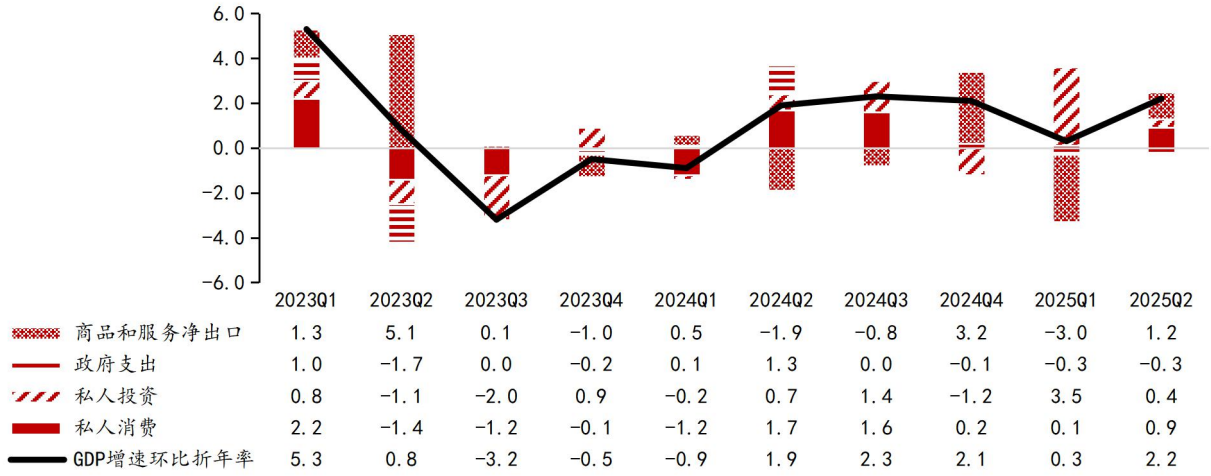
较一季度下降 0.4 个百分点。供给端看，7 月工业生产指数环比下跌 0.9%，同比仍小幅上升 0.1%，制造业生产指数下降是英国工业指数回落的主要原因。需求端看，英国消费与政府支出保持增长态势，二季度最终居民消费和政府支出同比分别增长 1.1%和 1.7%，较一季度均上升 0.2 个百分比。英国维持降息步伐带动投资增长。二季度英国投资保持较快增长，固定资本投资形成总额同比增长 1.3%。英格兰银行于 8 月 7 日降息 25 个基点，基准利率从 4.25%降至 4%，为 2024 年 8 月以来第 5 次降息。贸易表现平稳，二季度英国出口和进口同比分别增长 3.0%和 3.3%。

展望 2025 年四季度，英国债务压力持续加大，金融市场风险值得关注。据英国国家经济与社会研究所（NIESR）测算，当前英国政府财政缺口高达 510 亿英镑。财政问题加剧英国金融市场波动。7 月，英国金融市场出现股债汇“三杀”；9 月 2 日，投资者大量抛售英国长期国债，英国 30 年期国债收益率快速攀升至 5.69%，创 1998 年以来的最高水平。由于英国财政压力持续加大、民众对工党政府经济计划信心减弱，工党在民调中的支持率已低于英国改革党。英国政府计划于 11 月 26 日公布秋季预算案，英国经济是否有望维持增长态势、工党能否重拾民众信任，都将取决于相关财政政策缓解债务压力、刺激经济增长的效果。**预计 2025 年四季度英国实际 GDP 环比增速为 0.2%，CPI 同比增速在 3.5%左右。**

3.日本：经济超预期增长较难延续，增长面临关税、政坛动荡冲击

2025 年二季度，日本实际 GDP 环比折年率为 2.2%，较一季度提高 1.9 个百分点。私人消费支出环比增长 0.9%，较一季度提高 0.8 个百分点。私人投资环比增长 0.4%，较一季度大幅下降 3.1 个百分点。净出口对实际 GDP 同比增长贡献率由-3.0%转为 1.2%（图 6）。部分出口商在美国加征关税前加大发货力度对出口形成一定支撑。但三季度以来，日本经济承压信号逐步显现。

图 6：日本实际 GDP 环比增长折年率及分项贡献率（%）



	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
商品和服务净出口	1.3	5.1	0.1	-1.0	0.5	-1.9	-0.8	3.2	-3.0	1.2
政府支出	1.0	-1.7	0.0	-0.2	0.1	1.3	0.0	-0.1	-0.3	-0.3
私人投资	0.8	-1.1	-2.0	0.9	-0.2	0.7	1.4	-1.2	3.5	0.4
私人消费	2.2	-1.4	-1.2	-0.1	-1.2	1.7	1.6	0.2	0.1	0.9
GDP增速环比折年率	5.3	0.8	-3.2	-0.5	-0.9	1.9	2.3	2.1	0.3	2.2

资料来源：Wind，中国银行研究院

供给端明显收缩。2025 年 7 月，日本工业产值环比增速为-1.6%，较 6 月低 3.7 个百分点。汽车行业下跌 6.7%，主要原因是对美汽车出口下降，以及整车需求减少导致方向盘等驱动传导和控制系统部件产量下降。生产机械、通用设备行业产值分别下降 6.2%、4.5%。化学品、电子机械、计算机类电子产品等行业产值分别环比增长 0.6%、1.8%、2.4%。服务业整体维持增长。7 月，日本服务业 PMI 增长 1.9 个百分点至 53.6%，主要由新服务业务订单增长推动。

需求端表现分化。居民消费收缩。7 月，日本商业零售额环比上升 0.4%，主要是批发业上升带动，零售业环比下降 1.6%。物价持续高增长对居民购买力的抑制效应逐步显现。入境游客数量下降导致旅游支出下降，也对消费增长形成拖累。7 月，入境日本的韩国和中国香港游客数量明显下降，日本百货店免税销售额同比下降 36.3%，连续第五个月下降。**美国汽车关税冲击日本出口。**7 月，日本对外贸易由顺差转为逆差，贸易逆差 1184.4 亿日元。日本进口总额同比减少 7.5%至 9.48 万亿日元，原油、煤炭、液化天然气进口额同比下降幅度较大。汽车及汽车零部件出口约占日本对美出口总额的三分之一，受美国对汽车类产品加征关税政策影响，7 月日本出口额同比下降 2.6%至 9.36 万亿日元。对

美出口同比下降10.1%至1.73万亿日元，连续第四个月下降。其中，对美国汽车、汽车零部件等出口降幅分别高达28.4%、17.4%。二季度，丰田、本田和日产等日本知名车企营业利润均下滑。日本政府将2025财年（2025年4月—2026年3月）出口增速预期由3.6%下调至1.2%。

食品价格涨幅明显，通胀压力延续。7月，日本CPI同比增长3.1%，较6月下降0.2个百分点，连续第八个月高于3%。核心CPI同比增速下行0.2个百分点至3.1%，主要由能源价格下行带动。能源价格同比下降0.3%，是2024年3月以来首次下降。尽管日本政府5月底向市场投放30万吨储备米，但大米价格仍在攀升。7月，大米价格同比大幅上升90.7%。大米价格上涨引发连锁反应，加工食品价格同比上涨8.3%，创2023年9月以来最高增速。剔除新鲜食品和能源价格后的CPI同比上涨3.4%，与上月持平，高于CPI和核心CPI同比增速，反映日本通胀压力依然顽固。**预计下半年日本能源和食品价格将有所回落。但考虑4月以来日元偏弱态势，输入型通胀风险犹存，通胀缓解程度有限。**

日本维持宽松货币和财政政策。2025年1月，日本央行将政策利率从0.25%上调至0.5%。在此后的4次议息会议中，考虑到美国关税政策可能对日本经济造成的潜在影响，日本维持政策利率不变。为应对持续高企的物价上涨压力，刺激内需，日本实行宽松财政政策。4月起，向民众发放现金补贴；2月以及7—9月期间，面向普通家庭实施电费及燃气费补贴政策。

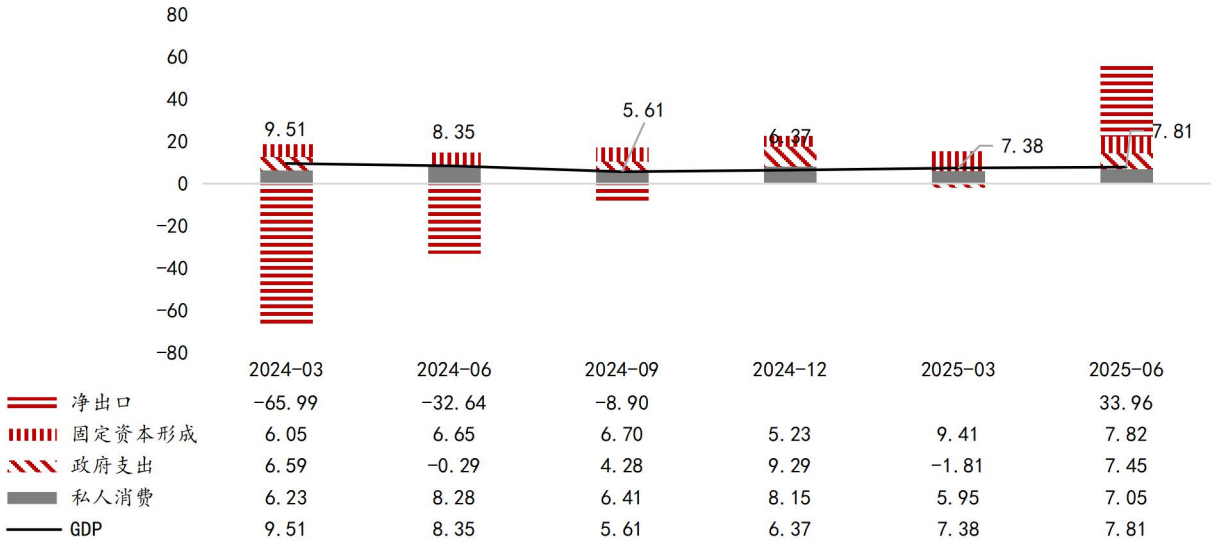
展望四季度，日本经济面临首相选举和美国加征关税政策挑战，经济增长前景不确定性高。8月7日，日本政府发布2025财年经济预测数据，受持续通胀和美国关税政策影响，将2025财年实际GDP增速预期从此前的1.2%下调至0.7%。制造业和服务业继续分化。8月，日本制造业PMI为49.7%，仍处于荣枯线以下水平，新订单和海外订单均在下滑。服务业PMI为52.7%，继续呈扩张态势。需求端增长有限。通胀压力延续，消费复苏步伐缓慢。美国总统特朗普签署行政令，9月中旬开始，对包含汽车及零部件在内的大部分日本输美产

品征收最高15%的关税，较此前25%的关税水平下降。但在关税提高以及日本汽车产业竞争力下滑背景下，日本对美汽车出口前景仍不乐观。丰田已经宣布削减9月产量计划，作为日本支柱产业，日本汽车生产减少可能带来产业链上下游企业投资均下滑。9月7日，日本首相石破茂以“不愿党内分裂”为由决定辞职,未来新首相就任将对日本经济政策和社会领域产生多面影响。**预计2025年，日本实际GDP增速0.7%左右，CPI增速在2.8%左右。**

4.印度：经济增速冲高，美国关税政策或带来较大冲击

2025年二季度，印度实际GDP同比增长7.8%，高于一季度的7.4%。2025年上半年，印度实际GDP同比增速为7.6%。从需求结构看，私人消费同比增长7%，较上一季度提升1.1个百分点，是经济增长主要支撑。政府消费同比增速较上一季度大幅提升9.3个百分点至7.4%，与财政政策积极发力有关。固定资本形成同比增长7.8%，较上一季度减少1.6个百分点。出口同比增速较上一季度提升2.5个百分点至6.3%，进口同比增速则较上一季度提升23.4个百分点至10.9%，内需旺盛态势有力推动进口增长，净出口对印度经济产生拖累效应，二季度印度GDP增速因净出口减少而降低1.4个百分点（图7）。从产业结构看，2025年二季度，印度制造业产出同比增长7.7%，高于上一季度的4.8%；建筑业增长7.6%，较上一季度的10.8%有所放缓。农业部门增长3.7%。通胀压力逐月回落，2025年7月CPI同比增速2.1%，较上月降低0.5个百分点。这为印度央行降息提供空间，印度央行连续三次累计降息100个基点，进一步释放企业投资和居民消费的活力，农村消费需求持续走强。

图 7：印度 GDP 及其分项同比增速（%）



	2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06
净出口	-65.99	-32.64	-8.90			33.96
固定资本形成	6.05	6.65	6.70	5.23	9.41	7.82
政府支出	6.59	-0.29	4.28	9.29	-1.81	7.45
私人消费	6.23	8.28	6.41	8.15	5.95	7.05
GDP	9.51	8.35	5.61	6.37	7.38	7.81

资料来源：Wind，中国银行研究院

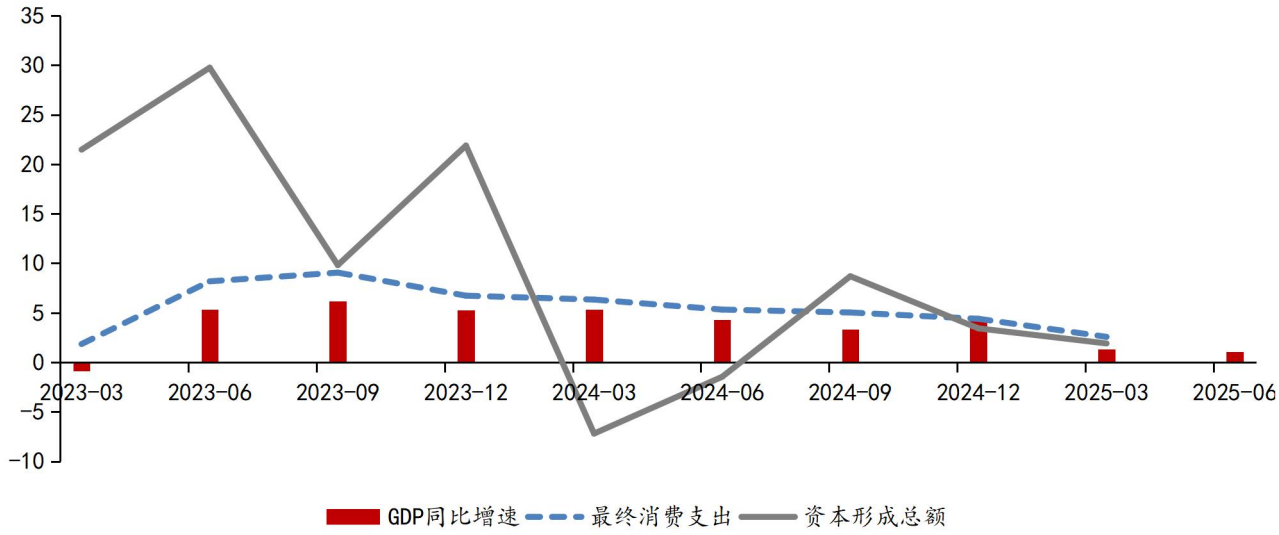
展望四季度，美国加征关税或将对印度经济造成较大冲击。2025 年 8 月，美国对印度征收最高 50%关税正式生效，对纺织、皮革和化工等关键出口行业造成冲击。部分机构预测，印度经济增速将因此减少 0.6-0.8 个百分点。印度政府已承诺支持国内受美国关税政策冲击影响的行业，并表示将减税以刺激国内需求，但其失衡的财政收支结构或将对政策效果产生制约。2025 年上半年，印度政府财政赤字达 43.4 万亿印度卢比，较去年年底增加 10.8 万亿印度卢比。尽管二季度印度附加值总额（GVA）同比增长 7.6%，高于上一季度的 6.8%，表明印度经济内生增长动力较强，但其可持续性存在不确定性。FDI 快速流出以及 OFDI 的大幅增长反映企业投资意愿降低、信心不足。2025 年 5 月，印度净 FDI 仅 3500 万美元，环比暴跌 99%。塔塔等本土财团对外直接投资激增 70.6%至 290 亿美元。**预计 2025 年四季度印度实际 GDP 同比增长 6.8%，CPI 同比增速为 1.4%。**

5.俄罗斯：俄乌冲突延续升级，“战时经济”模式可持续性面临挑战

2025 年二季度，俄罗斯实际 GDP 增速预计为 1.1%，较一季度下降 0.3 个百分点，较 2024 年同期下降 2.9 个百分点（图 8）。2024 年以来，俄罗斯经济

增长减速。**在高利率、劳动力短缺、制裁导致供应链中断等因素影响下，俄罗斯供给端受到制约。**2025 年上半年，工业增加值同比增速为 1.4%，较 2024 年下半年增速下降 2.5 个百分点。工业增长主要由运输设备、计算机和光学产品、金属等战争相关行业驱动，相关企业获得政府合同和补贴支持。食品生产、轻工业、木材加工、汽车和采矿业等均有不同程度下滑。**需求端明显收缩。**信贷成本高企和工资增长放缓，导致家庭消费增长乏力。2025 年上半年，零售贸易总额同比增长 2.1%，较 2024 年下半年增速低 7.9 个百分点。7 月，雅科夫合伙咨询公司报告显示，25%的企业已暂停或放缓部分投资项目，13%的企业暂停了所有非必要项目。出口持续下滑，6 月，俄罗斯商品出口同比下降 8.0%，是连续第 5 个月下降。国际能源署的数据显示，8 月，俄罗斯的石油和油品出口收入降至俄乌冲突以来低位，为 135.1 亿美元，较 7 月减少 9.2 亿美元（环比下降 6.4%），主要原因是原油和油品出口量减少，以及原油出口价格下降。

图 8：俄罗斯实际 GDP 同比增速及部分分项增速（%）



资料来源：俄罗斯联邦统计局，中国银行研究院

需求降温带来通胀下行。2025 年 7 月，俄罗斯 CPI 同比增速为 8.8%，较 3 月 10.3%的最高通胀水平下降。但通胀风险仍存在，住房和公共服务税上调以及燃油价格仍可能推升物价水平。俄罗斯部分银行面临不良贷款增加问题，加

息步伐关系到不良贷款和银行业稳定性。

展望 2025 年四季度，俄罗斯经济缺乏有力支撑，增速可能放缓。近来，俄乌冲突有升级和外溢迹象[1]。俄罗斯“战时状态”仍将持续，而“战时经济”模式的负面影响正逐步显现。当前，俄罗斯面临维持经济增长和抑制通胀的抉择。对军工行业支持消耗大量经济资源，财政对其他行业发展支持有限。8 月，俄罗斯制造业 PMI 为 48.7%，连续第三个月处于收缩区间，主要受产量下降及新订单减少影响。6 月和 7 月，服务业 PMI 连续两个月在收缩区间下滑，8 月上升至 50.0%，但服务业企业对未来仍缺乏信心。美国威胁要对俄罗斯实施第二轮制裁，并希望欧洲国家加入“削弱俄罗斯”联盟。若制裁升级，俄罗斯国际融资渠道和对外贸易均可能进一步受阻，俄石油出口将面临更大打击。8 月，俄罗斯财政部将 2025 年俄罗斯经济增长预期下调 1 个百分点至 1.5%。预计 2025 年，俄罗斯实际 GDP 增速将降至 1.5%左右，CPI 同比增速在 8.0%左右。

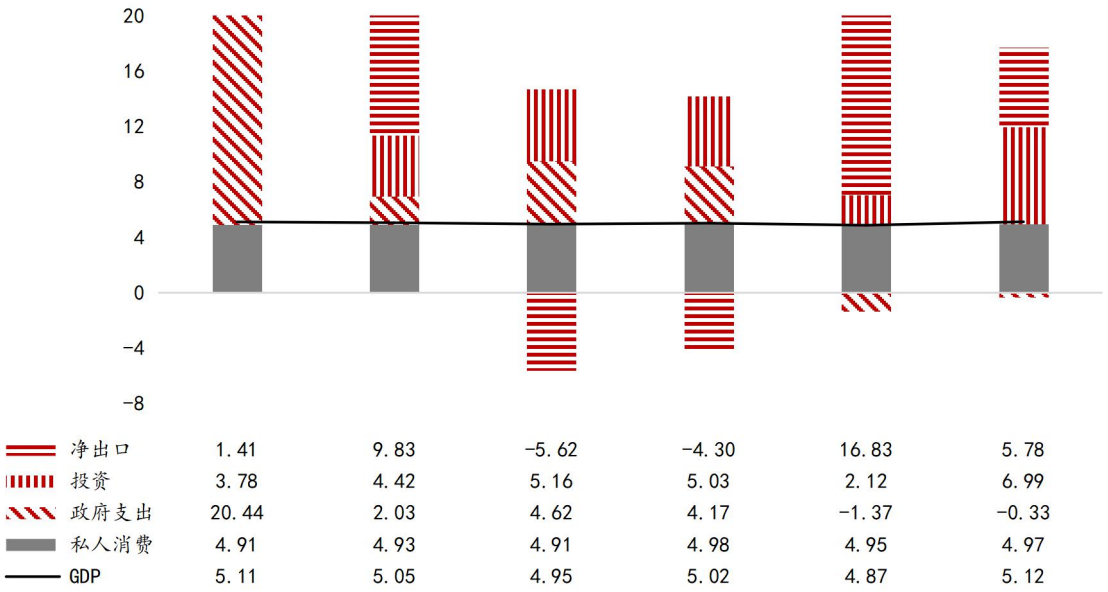
6.印度尼西亚：全国性暴乱干扰经济运行，出口表现承压

2025 年二季度，印尼实际 GDP 同比增长 5.1%，较上一季度提升 0.3 个百分点。印尼经济仍更多依赖内需驱动：一是公共基建与新设主权基金托底投资。二季度，印尼投资同比增长 7%，较上一季度大幅提升 3.9 个百分点（图 9）。二是中低收入群体的补贴性消费支撑。二季度，印尼私人消费延续此前的增长态势，同比增速为 5.0%，较上一季度提升 0.2 个百分点。三是镍电池、数字经济等新兴产业的结构性贡献。信息与通信技术产业增长 7.9%，制造业同比增长 5.7%，批发和零售业同比增长 5.3%，建筑业同比增长 4.9%以及农业同比增长 1.6%，上述五大行业产值合计占 GDP 的 61%以上，是拉动二季度印尼经济增长高于预期的主要驱动力。通胀方面，2025 年 7、8 月印尼 CPI 分别同比增长 2.4%、2.3%，较 6 月的 1.9%有所抬升。食品、医疗保健、教育、住宿和餐饮通

[1] 具体表现为：波兰击落进入其领空俄罗斯无人机，波兰总统签署关于同意北约成员国军队驻扎在波兰领土决议；北约秘书长表示欧洲国家将付款 20 亿美元用于为乌克兰购买武器；俄美乌三方峰会没有实质性进展。

胀水平仍处相对高点。2025 年 8 月，因民众不满国会议员每月 5000 万印尼盾住房津贴，印尼爆发大规模全国性骚乱，雅加达股市综合指数跌幅超 3%，创 4 月以来最大跌幅。外资投资信心减弱，印尼盾汇率波动加剧，暴乱通过劳动力、物流、政策信心等多重渠道对印尼经济发展构成潜在威胁。短期内，制造业产量可能出现波动，出口交付面临延迟风险；中长期则取决于政府能否有效化解社会矛盾、重建治理公信力。

图 9：印度尼西亚 GDP 及其分项同比增速



净出口	1.41	9.83	-5.62	-4.30	16.83	5.78
投资	3.78	4.42	5.16	5.03	2.12	6.99
政府支出	20.44	2.03	4.62	4.17	-1.37	-0.33
私人消费	4.91	4.93	4.91	4.98	4.95	4.97
GDP	5.11	5.05	4.95	5.02	4.87	5.12

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望四季度，印尼经济面临多重压力。根据美国与印尼关税谈判协议，美国对印尼商品征收 19%对等关税，同时印尼将加大对美商品进口，这将导致印尼贸易顺差缩减。镍矿出口是印尼经济重要支撑，国际镍价下降使印尼出口面临压力[1]。消费贡献下降。二季度私人消费对 GDP 增长贡献度为 51.5%，较上季度下降 2.8 个百分点，尽管 9 月印尼政府推出经济刺激计划提振消费，但消费者信心指数（IKK）、就业可用性指数（IKLK）仍然较弱，四季度消费贡献或继续下降。财政收支失衡问题仍然严峻。印尼矿业税收入趋降，将给下一阶

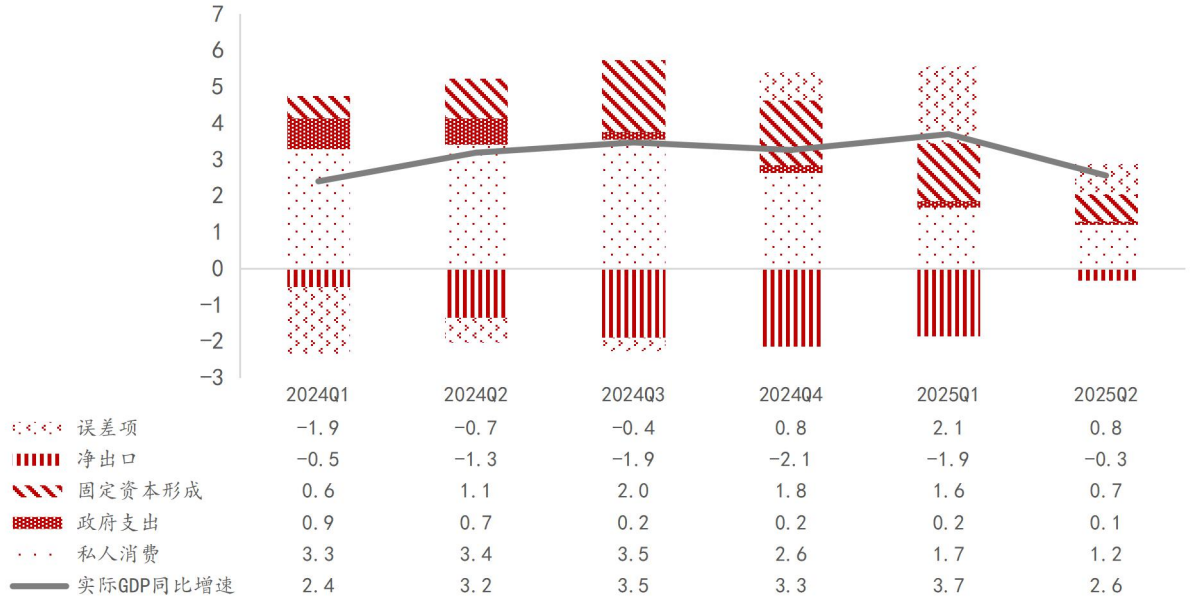
[1] 2024 年镍出口额占印尼出口总值的 12.4%，占 GDP 的 2.35%。2025 年 4 月 9 日镍价跌至四年新低 14,094 美元/吨，此后虽有所回调，但 9 月 11 日仍为 14,900 美元/吨的低点。

段财政刺激政策实施带来挑战。尽管印尼政府自 4 月起调整矿业税结构，从 10%的固定税率调整为 14%-19%的阶梯式税率，以增加政府收入和支持高附加值的相关产业，但矿业税收入却随镍价走势下降。全国性暴乱以印尼政府重大让步而平息，包括取消多项议员福利、为贫困妇女和儿童提供免费营养餐。但后者每年需消耗约 300 亿美元，约占政府财政预算 14%，政府通过财政扩张刺激经济的空间或将受到影响。**预计 2025 年四季度印尼实际 GDP 同比增长 4.8%，CPI 同比增速为 2.5%。**

7.巴西：经济增长承压，美国关税冲击成为重要影响因素

2025 年以来，巴西经济增速逐季放缓。二季度，巴西实际 GDP 同比增速为 2.6%，较 2024 年同期下降 0.6 个百分点。主要分项表现均有所走弱，私人消费、政府支出、固定资本形成同比增速较 2024 年同期分别下降 3.3、3.6、2.0 个百分点（图 10）。出口增速不及进口增速导致对外贸易逆差规模走阔。

图 10：巴西实际 GDP 增长率及分项同比增速（%）



	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
误差项	−1.9	−0.7	−0.4	0.8	2.1	0.8
净出口	−0.5	−1.3	−1.9	−2.1	−1.9	−0.3
固定资本形成	0.6	1.1	2.0	1.8	1.6	0.7
政府支出	0.9	0.7	0.2	0.2	0.2	0.1
私人消费	3.3	3.4	3.5	2.6	1.7	1.2
实际GDP同比增速	2.4	3.2	3.5	3.3	3.7	2.6

资料来源：Wind

2025 年三季度，巴西经济增长承压。通胀高企导致私人消费动力不足。2025

年以来，巴西通胀率持续高于4.5%的通胀容忍上限，7、8月广义消费者物价指数同比增速分别达到5.2%、5.1%。通胀高企削弱了巴西居民的实际购买力，对私人消费形成抑制。私人投资受高利率冲击。2024年9月至2025年6月，巴西央行多次上调基准利率，当前利率水平为15%，达2006年7月以来的最高水平。7月，巴西央行决定暂停加息，但不排除在必要时重新上调基准利率的可能性。融资成本高企导致私人投资步伐放缓。政府支出受限。巴西公共债务持续攀升，7月末政府总债务的GDP占比达到77.6%，较6月提高0.9个百分点。高利率和支出刚性导致政府财政空间受限。出口表现稳定。7-8月，巴西出口同比增速为4.0%，食品等消费品出口增长表现亮眼，家用初级食品饮料、家用精加工食品饮料的同比增速分别为19.5%、13.1%。出口增速高于进口增速推动巴西对外贸易顺差规模扩大7.8%。

展望2025年四季度，美国关税冲击成为影响巴西经济走势重要外部因素。7月30日，特朗普签署行政令，援引《国际紧急经济权力法》对进口巴西部分商品加征40%关税。叠加10%的“对等关税”，美国对进口巴西商品加征关税税率最高达到50%。巴西工商服务发展部数据显示，巴西对美出口中适用于10%关税、50%关税、特定产品关税的占比分别为44%、36%、20%。巴西出口对美依赖度较高，2024年总出口中以美国为目的地的占比达到12.1%。巴西国家工业联合会预测，美国关税政策将导致巴西出口增速下降1.5个百分点，对巴西GDP的拖累约为0.2个百分点。应对关税冲击，巴西政府于8月13日启动“巴西主权计划”，为受美国关税影响的出口企业提供政策支持，包括提供贷款优惠、推迟缴纳联邦税款、延长出口退税期限、优化出口担保制度等。但政策有效性面临财政压力掣肘。2025年5月，穆迪将巴西信用评级展望从“积极”下调至“稳定”，支出刚性与偿债压力是重要原因。**预计2025年四季度，巴西实际GDP同比增速在1.8%左右，CPI同比增速在4.9%左右。**

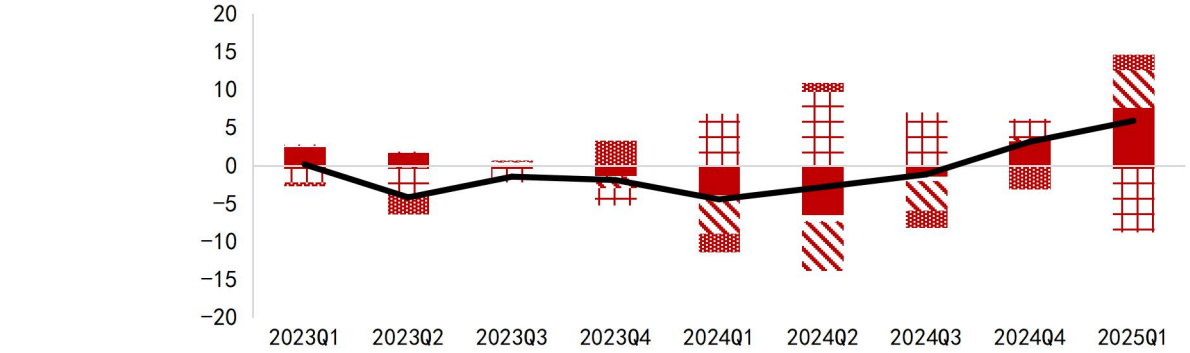
8.阿根廷：米莱政策效果显现，复苏态势面临扰动

2025 年以来，阿根廷经济活动延续回暖势头。2025 年一季度，阿根廷实际 GDP 同比增速为 5.9%，连续两个季度实现正增长（图 11）。通胀下行为私人消费提供支持。米莱政府控制通货膨胀政策效果显现，阿根廷 CPI 同比增速由 1 月的 84.5%持续降至 8 月的 33.6%，8 月同比增速为 2018 年 8 月以来最低值。通胀下行带动消费者信心回升。一季度，私人消费对阿根廷实际 GDP 增速的贡献达到 7.6 个百分点。Poliarquía 咨询公司数据显示，2025 年上半年阿根廷消费同比增长 45%，增速创 2016 年以来新高。但阿根廷消费市场分化明显，汽车、房地产等高端消费增长亮眼，日用品消费持续疲软。私人投资回暖。阿根廷政策利率持续处于低位，叠加经济活动企稳迹象共同带动私人投资回暖。一季度，固定资本形成对阿根廷实际 GDP 增速的贡献达到 5.0 个百分点。米莱政府持续缩减政府开支，一季度政府支出对阿根廷实际 GDP 增速的拖累为 0.2 个百分点。2025 年上半年政府累计初级盈余的 GDP 占比达到 0.9%。对外贸易顺差规模收窄。阿根廷比索贬值导致阿根廷出口优势下降，进口成本提升。7 月，阿根廷进口、出口同比增速分别为 20.6%、10.8%，出口增速不及进口增速导致对外贸易顺差规模收窄 22.4%。

展望 2025 年四季度，阿根廷复苏态势能否延续面临扰动。通胀反弹压力可能抑制私人消费。4 月，阿根廷政府将爬行盯住汇率制度调整为区间浮动汇率制度，允许美元兑阿根廷比索汇率在 1000 至 1400 比索间自由浮动。近期，美元兑阿根廷比索汇率持续上涨，9 月初突破 1 美元兑 1400 比索汇率区间上限。美元上涨推高进口成本，阿根廷面临输入型通货膨胀压力。阿根廷进口商品以中间品为主，2024 年占比达到 65.6%，中间品价格上涨效应将通过供应链传导放大。政府支出面临汇率政策取向掣肘。9 月 2 日，为平抑美元汇率波动，阿根廷政府宣布对外汇市场进行干预，此举被认为是在 10 月 26 日中期选举前控制通胀以稳定市场。但外汇市场干预削弱了政府偿债能力，推高了政府债务风

险，对政府财政支出形成制约。私人投资预期不稳。9 月 7 日，阿根廷关键省布宜诺斯艾利斯省举行省级选举，米莱领导的自由前进党大比例落败。选举结果引发股、债、汇三杀，加剧了市场对阿根廷政府能否持续推进经济改革议程的担忧，由此可能对私人投资形成抑制。对外贸易可能对经济形成支撑。在美国“对等关税”框架下，阿根廷被征收的税率为 10%，整体影响有限。同时，阿根廷可能会受益于巴西被征收高额关税导致的贸易转移效应。摩根大通最新报告将阿根廷 2025 年经济增长预期从 5.3%下调至 4.7%，中期选举不确定性是重要原因。**预计 2025 年四季度，阿根廷实际 GDP 同比增速在 2.7%左右，CPI 同比增速在 29.0%左右。**

图 11：阿根廷实际 GDP 增长率及分项同比增速（%）



	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
误差项	-0.5	-2.7	0.1	3.3	-2.4	1.2	-2.3	-3.0	2.0
净出口	-2.1	-3.5	-2.0	-2.3	6.9	9.8	7.0	2.6	-8.5
固定资本形成	-0.1	-0.2	0.1	-1.4	-4.5	-6.4	-3.9	0.4	5.0
政府支出	0.3	0.5	0.4	-0.2	-0.6	-0.8	-0.7	-0.1	-0.2
私人消费	2.5	1.7	-0.1	-1.3	-3.8	-6.5	-1.4	3.2	7.6
实际GDP同比增速	0.1	-4.2	-1.5	-1.9	-4.4	-2.8	-1.2	3.1	5.9

资料来源：Wind

二、国际金融回顾与展望

（一）跨境资本流动：部分发展中国家 FDI 增长，政策变数下全球证券投资波动加剧

1.直接投资：部分发展中国家 FDI 增长，绿色、数字产业是投资重点领域

以泰国和越南为代表的东南亚经济体仍是全球产业转移热点地区，吸引FDI规模稳步增长。2025年上半年，泰国FDI申请金额同比增长59%至7375.7亿泰铢，申请项目同比增长59%至1369项。其中、新加坡、中国香港、中国内地为前三大资金来源地，占总申请投资金额比重分别为33%、30%、14%，主要集中在数字和电子电气领域。2025年前8个月,越南FDI同比增长27.3%至261.4亿美元，新批准外资项目同比增长12.6%至2534项。新加坡是最大外资来源地，投资总额占比为27.8%。其次是中国内地、中国香港，投资总额占比分别为24%、9.1%。主要集中于加工制造业和房地产业，吸引外资规模占比分别为59.2%和21.5%。中亚地区吸引更多来自中国的投资。2025年上半年，中国对中亚投资增长257%至243亿美元，是2025年上半年中国投资规模最高的“一带一路”地区。投资涉及5G、物联网、智慧城市等诸多领域合作，助推中亚地区传统产业转型升级。受美国对全球主要经济体加征关税影响，墨西哥成为全球供应链重组的关键节点。2025年上半年，墨西哥吸引FDI总额达342.65亿美元，同比增长10.2%，处于历史高位。美国依然是墨西哥最大FDI来源国，投资额同比增加7.2%，占总投资额比重为42.9%。其次是西班牙、加拿大、日本和德国，占总投资规模比重分别为17.3%、5.1%、4.2%和3.7%。制造业和金融服务业吸引FDI规模最高，占比分别为36.0%和26.7%，其次是建筑业和采矿业，占比分别为7.6%和7.2%。墨西哥经济部表示，相关投资巩固了墨西哥作为先进制造业中心和“近岸外包”战略生产节点的地位。流向欧洲国家的FDI有所恢复。2025年前四个月，流向德国的FDI同比增长超过100%，达到460亿欧元，是自2022年以来最高水平。法国总统马克龙一直致力于提高法国对外国投资者的吸引力。2025年2月，法国在人工智能领域获得170亿欧元。5月，在2025年“选择法国”峰会上，法国再获得200亿欧元的外国投资。受美国关税政策影响，外国企业在美投资积极性下降。2025年一季度，美国FDI流入规模同比下降12.6%至549.0亿美元，处于历史同期较低水平。

展望2025年四季度，地缘政治因素将继续对全球跨境直接投资行为产生重要影响。东南亚、墨西哥为代表的发展中国家FDI投资大概率继续增长。巴西、印度均面临美国50%高关税冲击，显著抬升跨国企业贸易成本。目前，印度及国际服装品牌正转向尼泊尔寻求新的生产基地。在德国和法国政府吸引FDI政策支持下，欧洲地区FDI流入规模可能继续增长。美国利用关税谈判获得投资承诺，未来主要经济体宣布投资美国规模或有明显上升。但考虑到《2022通胀削减法案》《芯片与科学法案》中的补贴政策难以真正惠及外资企业，且美国政策不确定性高，实际FDI落地金额或低于宣布金额。

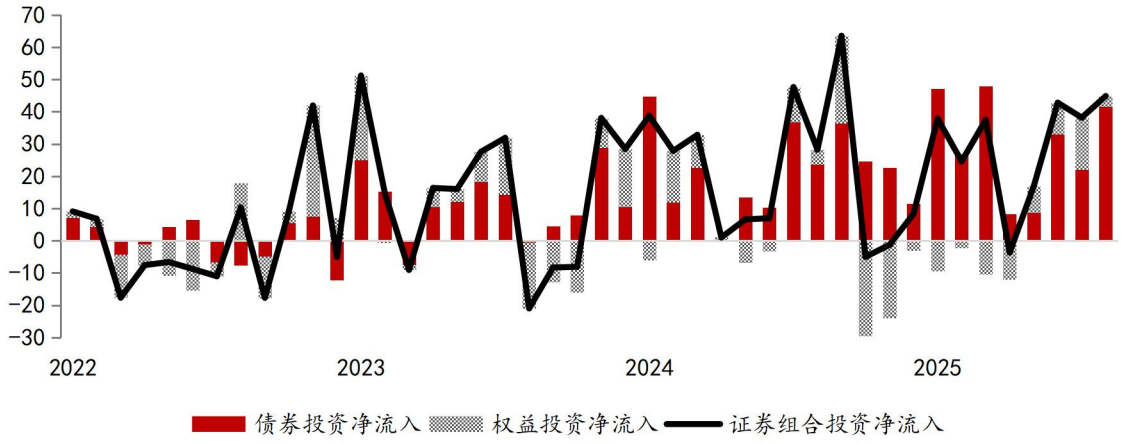
2.证券组合投资：投资者风险偏好回升，证券投资在政策冲击后再度逆转

美国国际资本流动从4月“对等关税”冲击下净流出138.8亿美元转为净流入3181.3亿美元（5月）和778.2亿美元（6月）。其中，公共部门投资步伐显著放缓，私人部门约占二季度美国国际资本净流入总额的91.7%。欧洲市场在4月实现649.3亿欧元净流入后连续两个月重返净流出局面，净流出金额合计631.2亿欧元。受加息预期、长债风险等因素影响，市场信心“一波三折”，日本证券投资在净流入与净流出之间频繁调整。国际资本重返新兴市场。根据国际金融协会（IIF）统计，2025年7-8月新兴市场证券组合投资净流入829.8亿美元，同比增长9.5%，环比增长39.3%。其中，债券与权益投资均呈现净流入态势，分别为634.6亿美元和195.2亿美元（图11）。

展望2025年四季度，美国资本流入节奏总体放缓，新兴市场投资在分化中呈现集中特征。在经济前景疲软、美联储降息背景下，美国资本流入节奏将总体放缓。根据IMF预测，2025年美国证券组合投资将净流入5728亿美元，同比减少46.4%。市场对美国长期风险溢价可能维持相对高位，继续削弱资金信心，投资者启动更为多元的全球配置路径。然而，“去美元化”是一个长期渐进过程，官方与私人部门投资表现存在较大差异，国际投资者对美债需求将出现反复。欧元区在短期内经历较大规模资金流入后可能出现资金流出，但在多

元配置需求下 2025 年资金流出规模会明显收窄。随着加息周期持续与美日利差收窄，日本证券组合投资有望呈现净流入态势。新兴市场证券投资总体延续强劲表现，亚洲市场依然主导整体资金流量，拉美、中东及北非地区受益于高利率和套利需求，可能吸引国际资金流入。值得关注的是，新兴市场投资偏好从此前分散配置逐步集中到中国等韧性较强经济体。2025 年 7-8 月中国证券组合投资净流入约占新兴市场投资净流入的 93.6%。2025 年四季度，全球政策与市场环境依然具有不确定性，投资者情绪更为敏感，新兴市场将延续债券投资主导局面。股票投资可能表现脆弱、波动加剧。特别是，对于面临外部冲击或选举周期的国家和地区，主动型股票投资资金流入将有所减弱。

图 12：新兴市场证券组合投资净流入（十亿美元）



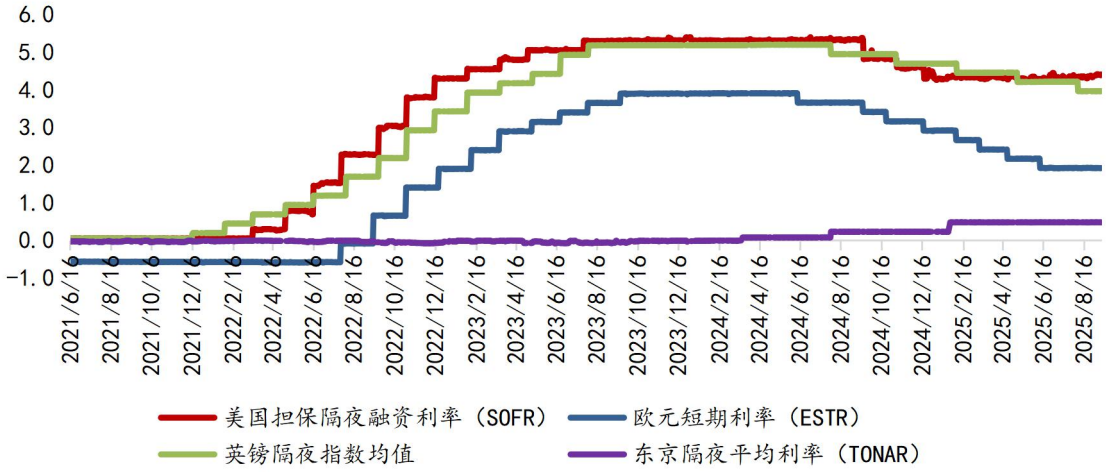
资料来源：IIF，中国银行研究院

（二）货币市场：美元流动性承压，日元跨境资金流入预计将增加

2025 年三季度，美联储维持政策利率目标区间不变，美元 SOFR 利率在 4.28%-4.44%的区间宽幅震荡，均值为 4.35%，利率中枢较二季度有所抬升。受到美国财政部发债影响，美元流动性出现结构性紧张，截至 2025 年 9 月 12 日，代表美国非银机构流动性水平的美联储隔夜逆回购工具（ONRRP）余额快速下降，自 2025 年三季度初的 2455 亿美元下降至四年来最低水平 173 亿美元。欧央行、日本央行维持政策利率不变，欧元€STR 利率在 1.92%水平维持窄幅波

动，英镑 SONIA 货币市场利率跟随政策利率同步下降 25 个基点，自 4.22%下降至 3.97%水平。欧元流动性变动较小，欧央行存款便利的使用规模下降 200 亿欧元[1]。日元投机性合约维持净多头仓位，资金整体维持流入。

图 13：主要经济体货币市场利率走势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年四季度，全球货币市场主要呈现以下特征。

1.美债供给冲击下，美元货币市场预计将进一步承压。准备金规模将成为美元流动性的主要衡量指标。由于美国财政部在三季度大规模发行短期国债，吸引非银机构的资金投入，作为美元流动性“缓冲垫”的美国隔夜逆回购工具使用量被大幅压降，美元货币市场展现出结构性压力，自 2025 年 8 月起，美元回购市场利率整体维持高位，美元兑欧元、日元、瑞士法郎等货币掉期基差频繁下降，显示美元流动性有所收紧，后续美元货币市场的流动性变化将更多传导至美联储的准备金账户。截至 2025 年 9 月 10 日当周，代表美国银行流动性水平的存款准备金规模下降至 3.15 万亿美元。根据美联储官员预测，美联储准备金规模的安全水平约为 2.7 万亿美元，按照 2025 年二季度美元流动性的缩减速度估算，准备金账户将在 2025 年四季度降至警戒水平。如果隔夜逆回购耗尽，

[1] 截至 2025 年 9 月 5 日当周。

美联储准备金规模下降过快，美联储预计将提前实施停止缩表或转向宽松。

图 14：美国银行和非银机构美元流动性走势（万亿美元）

资料来源：Wind，中国银行研究院

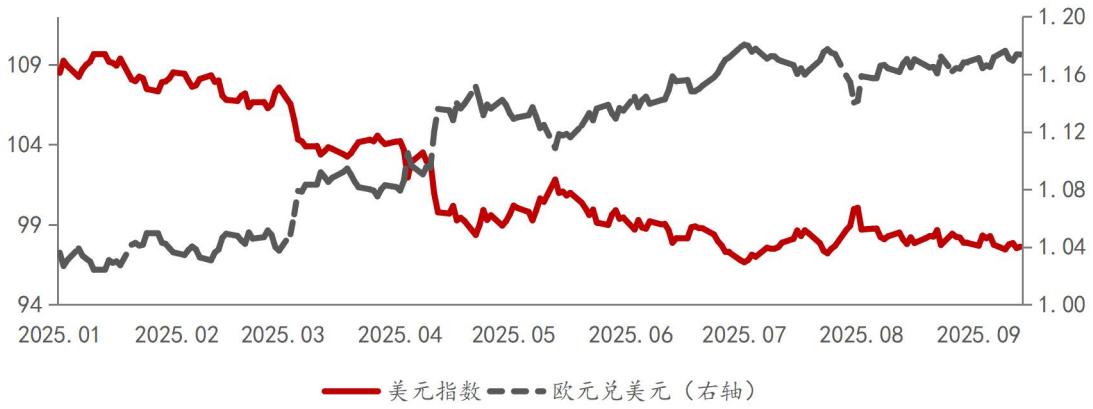
2.美国与日本的货币政策利差或将收窄，日元跨境资金流入预计将增加。日本央行行长植田和男在杰克逊霍尔央行年会上表示，日本的薪资上涨势头已经向大型企业以外蔓延，随着日本就业市场趋紧，薪资的上涨可能会推动加息，对日本央行加息前景感到乐观。根据市场利率期货交易隐含，截至 2025 年 9 月 12 日，预计日本央行最早将于 10 月加息，美日间货币政策利差将大幅收窄，日元资金流入趋势将得到强化，并减缓因套息交易导致的跨境资金流出。

（三）汇率市场：美元指数低位震荡，新兴市场货币表现分化

2025 年三季度全球外汇市场表现相对平静，主要货币汇率横盘波动。美元指数以 98 为中枢双向波动，自 7 月初 96.65 低位回升至 100，再逐步下落至 97.62 水平。G10 货币汇率波动幅度总体较小，欧元、日元、英镑、瑞士法郎、加元、澳元、新西兰元、丹麦克朗、挪威克朗、瑞典克朗分别对美元汇率变动-0.6%、-2.9%、-1.4%、-0.7%、-1.4%、1.0%、-2.4%、-0.6%、2.1%和 1.7%。新兴市场货币表现分化，巴拉圭瓜拉尼、坦桑尼亚先令、利比里亚元对美元汇率涨幅居前，分别为 7.9%、6.7%和 6.1%。受国内外政经形势影响，部分国家和地区货

币出现较大幅度下挫。阿根廷总统米莱在地方选举中失利，该国金融资产遭到全面抛售，比索对美元汇率下挫逾 16%。加纳深陷滞胀与贫困，塞地对美元汇率继续贬值 15.2%。在美国追加贸易关税、国际资金外流背景下，印度卢比对美元汇率跌至历史新低。

图 15：美元指数与欧元兑美元汇率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年四季度，全球外汇市场主要呈现以下特征。

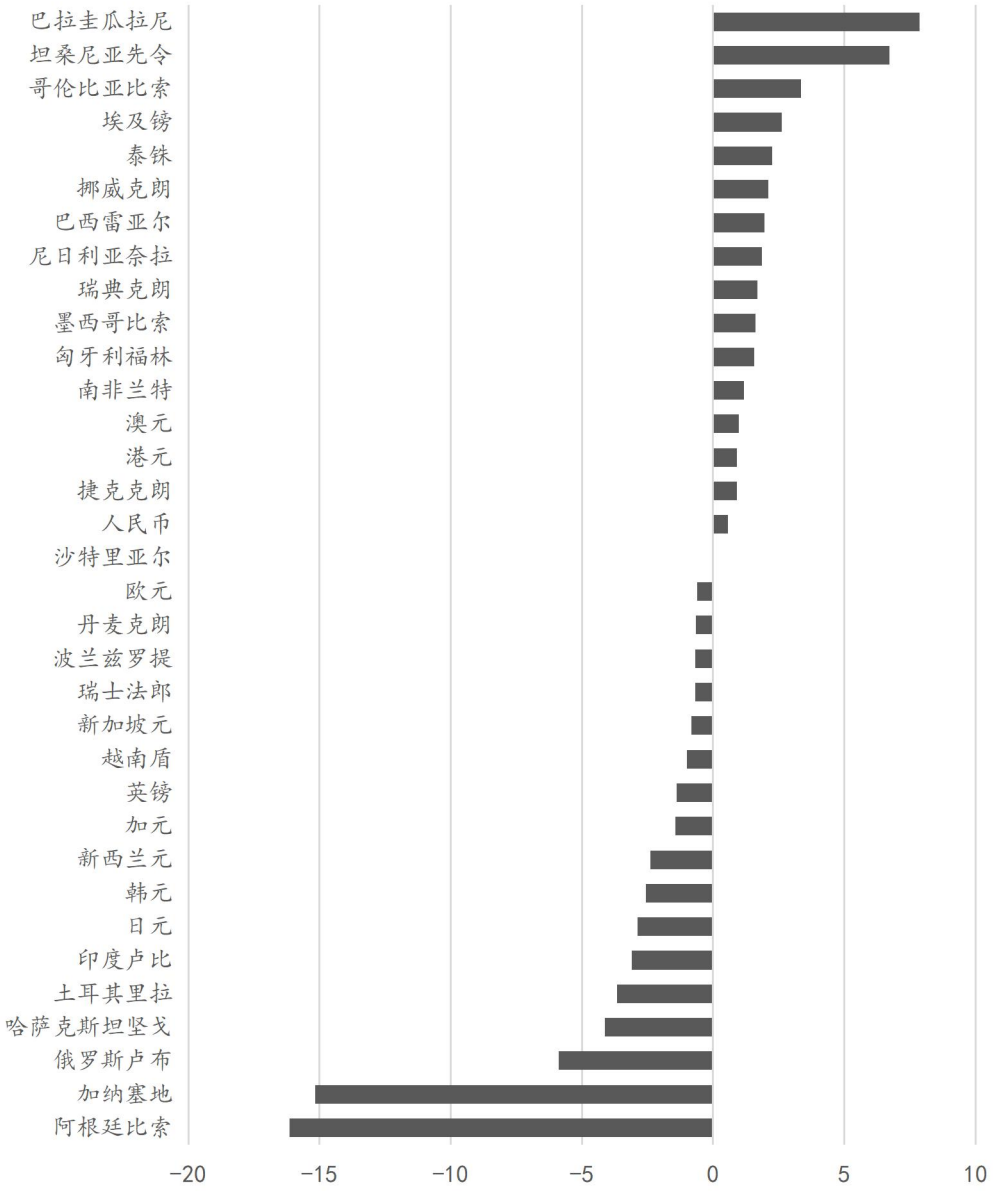
1.美元指数延续疲软表现，欧洲货币处于相对强势地位。随着美联储降息预期升温，美元指数将呈现低位震荡趋势。市场对美国财政可持续性以及美联储独立性担忧，对美元带来一定下行压力。美国关税框架落定、“大而美法案”短期内提振经济信心与资金流入，局部地缘政治事件发酵，可能推动美元指数阶段性反弹，但总体幅度有限。欧洲经济有所企稳，欧美隐含政策利率路径收敛，四季度欧元对美元汇率或将小幅升值。但是，前期过于乐观情绪已经回落，欧洲经济复苏并不均衡，部分成员国政局依然面临不确定性，使得欧元较难形成向上大幅突破行情，或维持高位震荡态势。

2.亚洲货币汇率总体坚挺，新兴市场货币表现分化。各国面对的外部冲击、内部经济韧性不同，货币政策立场分化，进而对汇率及风险溢价产生差异化影响。亚洲经济总体稳健，货币对美元汇率将延续稳中有升态势。在加息预期以

及前期净空头持仓逆转下，日元兑美元汇率趋于走强。人民币继续担当亚洲货币稳定的“压舱石”，韩元、印尼卢比、马来西亚林吉特等汇率将呈现小幅升值态势。泰国泰铢、印度卢比分别在经历急剧升值与贬值后可能出现回调。土耳其央行超预期大幅降息，里拉对美元汇率显著承压。地缘冲突走向存在不确定性，东欧货币汇率预计将宽幅波动。墨西哥比索、巴西雷亚尔、哥伦比亚比索在大幅升值后将小幅回落，随着市场情绪修复，阿根廷比索汇率有望小幅回升。

3.关注新兴市场货币套息交易，谨防外汇市场波动率回升风险。在“弱美元”与金融条件改善背景下，外汇市场环境总体平静，汇率波动率将维持相对低位。截至 9 月 12 日，摩根大通 G10 与新兴市场外汇 1 个月波动率分别降至 7.21%和 5.83%，较 7 月初下降 20.9%和 18.6%，较年初降低 23.1%和 30.2%。在美元融资成本趋降、汇率低波动下，墨西哥比索、巴西雷亚尔等高利率货币与美元套息交易显著增加。9 月 12 日彭博涵盖八种新兴市场货币的累计外汇套息交易为 273.6，较年初上涨 11.8%，处于 2018 年初以来最高水平。未来需要重点关注美国经济前景、货币政策路径以及地缘政治局势变化，警惕汇率波动率回升与套息交易局部逆转风险。

图 16：主要货币兑美元汇率较 2025 年 7 月初变动（%）



注：数据截至 2025 年 9 月 12 日

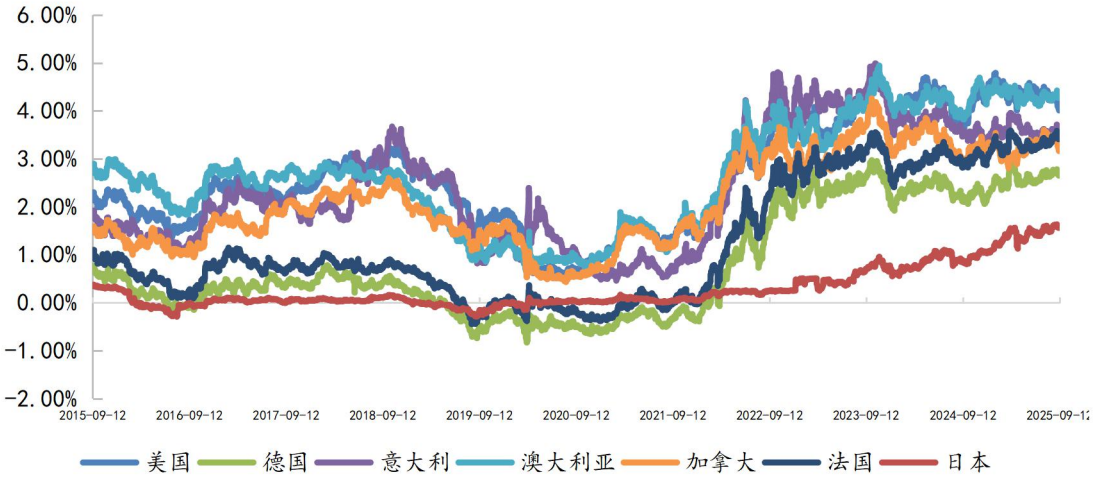
资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

（四）债券市场：美债保持宽幅震荡格局，日债市场将继续承压

2025 年三季度美国债市回归基本面定价，经历多个宽幅调整。7 月份美国劳动力市场由强转弱，关税摩擦先经历升温，后随美国与主要贸易伙伴的关税豁免期延后或达成协议而有所缓和，叠加 7 月中下旬美联储官员公开表示支持降息，美债收益率上行整体受阻。8 月以来，7 月、8 月的非农就业数据连续疲

软且 5 月、6 月数据被明显下修；货币政策信号一波三折，8 月 20 日公布的美联储会议纪要显示通胀风险比就业更让人担心，但随后美联储主席在杰克逊霍尔央行会议的发言被市场解读为“偏鸽”，多重影响之下，市场加码对今年降息的重新定价，美债收益率波动下行且曲线陡峭化。受日本通胀上升、潜在财政刺激担忧等影响，日债收益率整体抬升，其中长期国债收益率在 8 月初曾短暂回落，但后续持续飙涨。

图 17：主要发达经济体 10 年期国债收益率



资料来源：Wind

展望 2025 年四季度，全球债券市场将呈现以下特征。

1.在经济基本面波动、货币政策趋于宽松影响下，美债收益率或保持宽幅震荡。鲍威尔央行年会发言中的经济和货币政策展望部分受关注度更高，因涉及劳动力供需双弱，而被市场解读为偏鸽。根据同时公布的货币政策框架评估结果，新框架下美联储将更关注通胀目标的实现，强调长期通胀预期稳定以及通胀稳定对就业的重要性。经济数据方面，美国基本面疲弱程度有限，虽然非农就业数据暗淡，但二季度 GDP 增速超预期，且通胀数据当前符合预期并基本与前值持平，消费者信心虽承压但下行幅度较为有限。

2.多政策目标下，供需再平衡将对日债市场继续构成压力。因缩减购债规

模，日本央行作为日债的最大买家正在逐步退出，导致市场需求缺口扩大。与此同时，受日本债券价格下跌导致账面浮亏、资产负债久期匹配压力增加等因素的影响，传统的长期资金配置机构（日本寿险公司等）将持续削减日本国债，尤其是超长债的持仓比重。但日本长期国债仍受海外投资者的追捧，今年前七个月的净买入总额创 2004 年有记录以来的同期最高水平，不过日本通胀水平高于潜在目标叠加财政刺激造成收支不平衡使海外投资者买入兴趣近期出现降温。未来，在通胀高启、经济疲软、财政可持续性承压及退出低利率货币环境等多重压力下，预计日本将继续以稳定本国经济为核心，在缓步放松财政的同时，对货币政策保持中性偏紧，叠加日本央行干预长端利率的灵活性不足，预计日债市场将继续承压，并保持高波动格局。

专栏 4：劳动力市场变化对美国债务可持续性的影响

美国东部时间 2025 年 8 月 21 日至 8 月 23 日，2025 年杰克逊霍尔全球央行年会在美国怀俄明州举行，本次会议主题为“转型中的劳动力市场：人口结构、生产力以及宏观经济政策”。

作为会议重要议程之一，斯坦福大学经济学教授 Adrien Auclert 及其合作者受邀进行论文演讲，主题为美国劳动力市场的变化对美国债务可持续性的影响。为了评估美国总财富、实际利率以及债务可持续性的历史趋势，Auclert et al.(2025)构建了资产供需模型。该框架指出，长期利率r^*由资产供给与需求共同决定，其中，资产供给包含政府债务和私人资产，而资产需求则来自家庭和外国人持有的资产。资产供给和需求的变化共同影响了长期均衡利率r^*以及财富与 GDP 的比值，资产供给的增加将同时推高长期利率r^*以及财富与 GDP 的比值，资产需求的提高则推高财富与 GDP 的比值，但是会压低长期利率r^*。

纵观美国过去 75 年（1950-2025）的历史，资产需求和资产供给同时增加，推动供需曲线向右移动，然而，资产需求的增加大幅超过资产供给的增加，新的均衡点所对应的利率水平低于初始利率，因此，美国政府在过去有较大的发债空间。具体地，资产需求曲线向右移动的幅度相当于 GDP 的 415%，即相同利率水平下，与 1950 年相比，美国家庭和外国人在 2025 年愿意持有的资产是 GDP 的 4.15 倍，远远超过了资产供给曲线向右移动的幅度。

不同因素导致了资产需求曲线和资产供给曲线的变化。人口老龄化水平加深、收入不平等性提高、生产率增速下降以及海外对于美国资产的旺盛需求共同推动美国资产总需求的强劲增长，而社会保障体系的扩大，工资在劳动收入中占比的下降对资产需求产生了负

向拖累作用。对于资产供给，从 1950 年到 1980 年之间，资产供给一度下降，然而 1980 年以来，由于政府债务的增加以及资本化利润和租金的增加，资产供给出现小幅增长。

展望未来，在接下来的 75 年里面，美国将面临由于人口老龄化所带来的资产需求的增长，以及为了维系不断增加的社会保障支出而必须高速扩张的政府债务。供给端，在 2100 年之前，预计美国社会保障支出占 GDP 的比重将由目前的 11%增长至 20%。相应的，若不进行任何政策调整，预计在 2100 年之前，美国政府债务与 GDP 的比值将大幅攀升。需求端，人口老龄化将成为推高资产需求的最主要因素。预计在 2100 年之前，老龄化将使资产需求增长幅度达到 2024 年美国 GDP 的两倍左右。与日本类似，较高的资产需求使政府能维持利率处于相对低位，同时能获得更多的发债空间。但是，若政策不发生调整，国债供给将会远超需求，进而推升利率水平。

为解决债务负担过重的问题，美国未来面临多重选择。第一，提高税率。通过大幅提高劳动税率，美国政府可将债务维持在较低的水平。具体而言，若要实现债务可持续性，美国政府需要将税率较 2024 年水平提高 16%，最终，税收占 GDP 的比重将由目前的 17%大幅提升至 29%，在这种情况下，利率水平将与 2024 年持平，而债务与 GDP 的比重为 250%。第二，推迟退休年龄。预计到 2100 年，美国人的预期寿命将增加约 10 年，若将退休年龄同等地提高 10 岁，即由当前的 65 岁提高至 75 岁，社会福利相关的财政支出占 GDP 的比重将提高 6%，达到约 8%，也相当于当前美国联邦税收的 50%。第三，削减福利水平。若美国政府削减社会保障和医疗保险的福利水平，将降低居民晚年的收入，进而刺激资产需求，这将使实际无风险利率下降超过 1%，从而有助于扩大政府债务空间。然而，为了实现预算平衡，所需削减的福利水平规模将超过 50%。

总体而言，随着人口老龄化程度的加深，美国政务债务可持续性面临极大挑战。美国政府只有通过大幅的财政调整，才能以当前的利率水平维持债务与 GDP 比值。若不及时做出调整，美国政府债务供给极有可能超过债务需求，最终导致美国政府债务难以为继。

（五）股票市场：全球股市震荡上行，新兴市场成为关注焦点

2025 年三季度，全球股市涨势强劲，MSCI 全球指数涨幅超 10%。美联储再次启动降息背景下，科技巨头资本热潮持续、全球关税谈判取得一定进展，市场避险情绪回落，为全球股市注入增长动力。多个市场股市创年内新高，美国标普 500 指数、日本日经 225 指数、英国富时 100 指数在 8 月集体刷新历史最高点位，德国 DAX 指数于 7 月 10 日创下新高，巴西 IBOVESPA 指数也在 7 月 4 日迎来历史性突破。从区域整体表现来看，发达市场依然领涨，MSCI 发达市场涨幅为 3.8%，超过新兴市场（2.9%）。

图 18：MSCI 全球指数走势

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年四季度，全球股票市场主要呈现以下特征。

1.美股短期内上行但存在调整压力，新兴市场增长潜力待释放。国际资本转向更加多元化的国际配置模式，投资逻辑从单纯追求增长转向兼顾估值和安全边际。**美股**方面，截至 2025 年 9 月 12 日，纳斯达克市盈率升至 42.3 倍，估值和集中度重回偏高区间，短期板块轮动概率提升，继续上涨空间有限。**欧洲**各国经济复苏步伐、政治稳定性不同，其股市表现预计有所分化。**新兴市场**股市估值更具吸引力，美元走弱推动全球投资者逐步减配美元资产、寻求多元化配置。更多资金将流入新兴市场，支撑股市走强。

表 7：全球主要股指概览

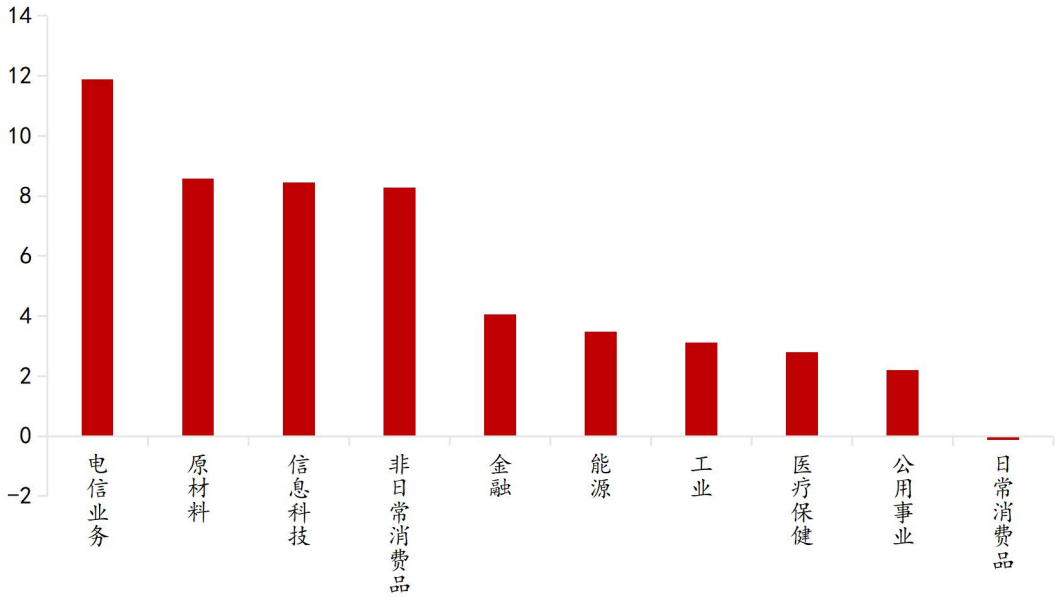
	证券简称	市盈率PE(倍)	区间涨跌幅（%）	收盘价（元）
美国	道琼斯工业指数	31.3517	3.9	45834.2
	纳斯达克指数	42.3360	8.7	22141.1
	标普500	29.0716	6.1	6584.3
欧洲	英国富时100	19.9765	6.0	9283.3
	法国CAC40	17.9379	2.1	7825.2
	德国DAX	18.9291	-0.9	23698.2
亚洲	日经225	20.5227	10.6	44768.1
	韩国综合指数	15.5500	10.5	3395.5
	印度NIFTY50	22.5100	-1.6	25114.0
	恒生指数	12.0542	9.6	26388.2
	上证指数	16.6267	12.4	3870.6
	深证成指	30.8424	23.5	12924.1
其他	澳洲标普200	19.9212	3.8	8864.9
	巴西IBOVESPA指数	8.8353	2.5	142271.6

注：涨跌幅区间为 2025 年 7 月 1 日至 2025 年 9 月 12 日，收盘价和市盈率为 2025 年 9 月 12 日

资料来源：Wind，中国银行研究院

2.科技股依然引领全球股市，制造业板块有所修复。2025 年三季度，全球股市主要板块普遍上涨，电信业务板块领涨全球股市，涨幅高达 11.9%，其次是原材料（8.6%）和信息科技（8.4%）。展望 2025 年四季度，AI 算力、半导体等科技板块代表着新兴产业的发展趋势，仍将被全球投资者看好，后续有望继续上涨。在美联储 9 月降息之后，全球制造业景气回升的前景更加明朗，制造业顺周期板块有所修复。在全球经济仍存在较大不确定性的背景下，市场波动可能加大，高股息资产凭借稳定的现金流和高分红，防御属性突出，公共事业、通信、银行等行业中的高股息个股值得关注。

图 19：全球 MSCI 行业指数涨跌幅（%）



注：涨跌幅区间为 2025 年 7 月 1 日至 2025 年 9 月 12 日

资料来源：Wind，中国银行研究院

（六）大宗商品市场：全球大宗商品价格震荡加剧，市场供需之间的博弈加码

2025 年三季度，全球大宗商品价格先升后降，随后触底反弹，但仍处于年内相对低位。截至 9 月 12 日，RJ/CRB 商品价格指数回落至 301.7。从不同商品来看，原油价格先升后降，较年初价格几近腰斩。WTI 原油、布伦特原油期货结算价格分别下行至 62.7 美元/桶和 70.0 美元/桶。受美联储降息预期影响，黄金价格震荡上行，升至 3646.3 美元/盎司的高位。8 月中下旬以来，黄金价格与油价同步上涨，油金同涨凸显市场在政策不确定时期的矛盾与分化。铜价在三季度维持高位震荡，升至 10004.5 美元/吨。

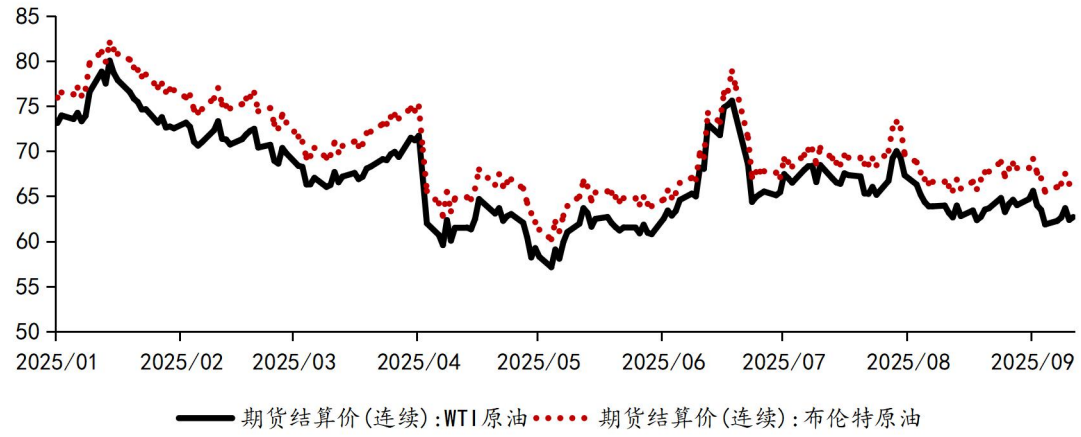
图 20：RJ/CRB 商品价格指数

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年四季度，全球大宗商品市场主要呈现以下特征。

1.原油市场供给压力增加，国际油价中枢下移。从供给端来看，供给增长的预期正在强化，对油价形成显著压力。国际能源署（IEA）预计，2025 年全球石油供应增长将达到每日 270 万桶，这一预测值较此前增加了每日 20 万桶。供给上调的主要驱动力来自于非欧佩克+产油国，其持续的产量增长表明全球供应格局正在变化。从需求端来看，IEA 预计 2025 年全球原油需求增长将达到每日约 74 万桶。在供给增长远超需求增长的作用下，国际原油市场供应压力增加，将推动国际油价中枢在四季度进一步下移。

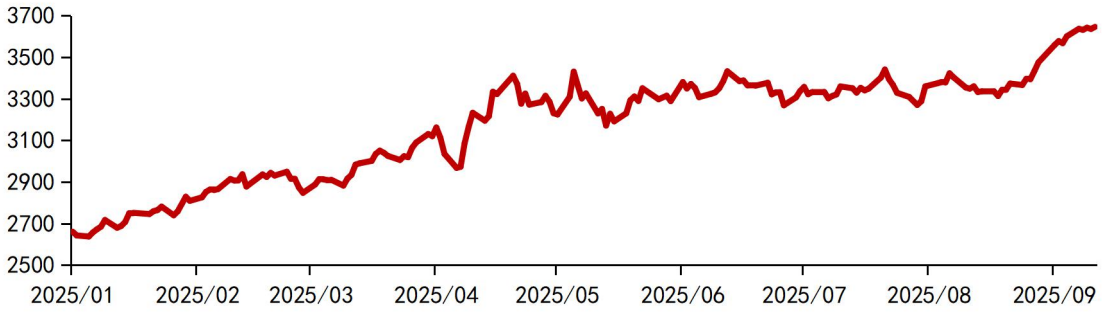
图 21：原油期货结算价格走势（美元/桶）



资料来源：Wind，中国银行研究院

2.美联储重启降息周期，黄金价格短期内将迎来上行空间。未来预计“政策预期交易”可能成为影响黄金价格走势的主线，美国经济基本面以及美联储的货币政策预期变化对黄金价格影响较大。随着市场对美联储未来仍存降息空间的预期增强，持有黄金等非生息资产的机会成本下降，美元走弱，为黄金价格提供上涨动力。此外，全球贸易政策和地缘政治依然存在较大不确定性，黄金避险属性为其价格底部提供支撑。

图 22：COMEX 黄金期货收盘价（美元/盎司）

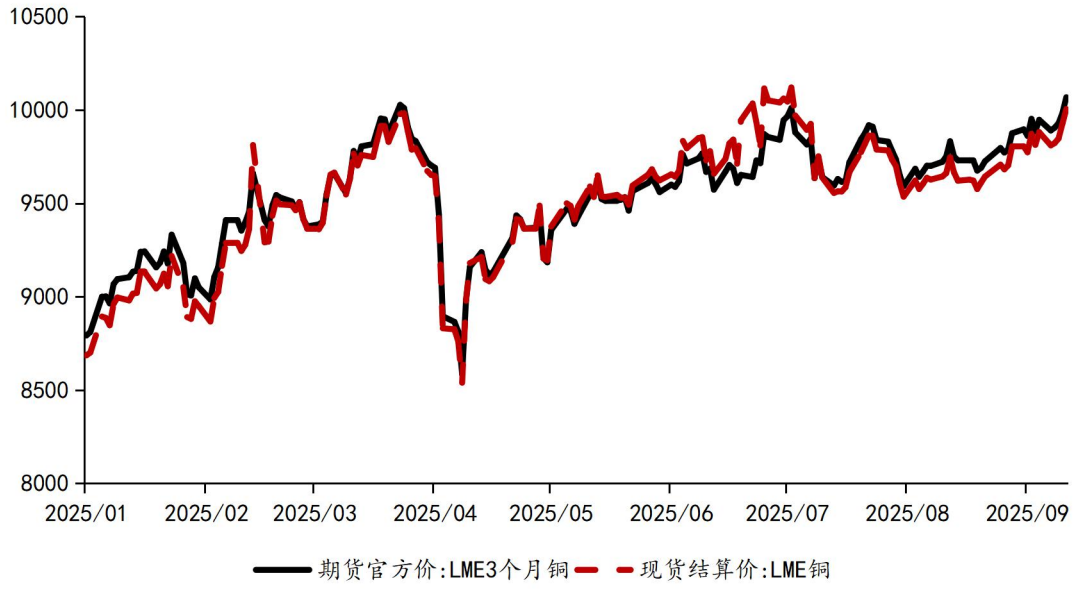


资料来源：Wind，中国银行研究院

3.全球供给增速低于需求增速，铜价维持偏强震荡运行。近期，铜价的上涨主要得益于美元指数走弱、中国经济展现出的需求韧性以及全球供给端的扰

动等三重因素的共同驱动。展望 2025 年四季度，随着市场对关税政策等宏观不确定性的逐步消化，铜价的主导逻辑将更多回归到其自身的供需基本面。预计铜价将维持高位震荡格局，且中长期向好的趋势保持不变。从需求端来看，铜消费前景依然乐观。美国在其基建计划和制造业回流政策的推动下，将持续拉动铜的消费需求。同时，中国作为全球最大的铜消费国，其下游产业即将进入传统消费旺季，有望对铜价形成有力支撑。从供给端来看，市场持续面临供应紧张的局面。全球铜矿的供给增速预计将低于需求增速，矿石资源供给受限的问题依然突出，同时废铜和粗铜等再生资源的供应也维持紧张态势。供需基本面的持续偏紧，将为四季度铜价的偏强运行提供支撑。

图 23：LME 铜价走势（美元/吨）



资料来源：Wind，中国银行研究院

三、专题研究

专题一：特朗普第二任期背景下中欧经贸合作前景展望

中国与欧盟互为重要的经贸伙伴，经贸关联密切。2024 年中欧双边贸易额达到 7858 亿美元，双方互为第二大贸易伙伴。截至 2024 年底，欧盟对华投资

存量 1508 亿美元，中国对欧投资存量 1095 亿美元。双方跨境产业链互动关系持续加深，彼此之间形成了较为紧密的产业依赖关系。近年来，受全球地缘环境剧烈波动、外部竞争压力加大、内部政治碎片化等因素影响，欧盟经济政策趋于保守主义，中欧经贸关系发展经历一定波折。特朗普第二任期以来，美国政府采取了一系列新的颠覆性政策，对全球经济秩序带来巨大不确定性，对欧盟而言，其贸易、投资和产业竞争力面临来自美国政策冲击的全面挑战。在此背景下，中欧经贸关系发展获得一定机遇。

第一，双边贸易和产业链合作存在深化合作空间。近年来，欧盟产业竞争力面临较大挑战，特朗普第二任期以来采取的关税政策及对欧贸易协定，进一步加剧欧盟产业竞争力下滑风险。根据美国和欧盟最新达成的贸易协定，大部分欧盟输美产品将被收取 15%的关税，欧盟对美商品则征收“零关税”，同时欧盟将对美国投资 6000 亿美元。叠加特朗普政府国内减税政策落地，欧盟企业将持续加强在美国市场投资力度，产业资本外流风险加剧，自身经济和产业竞争力将面临被削弱风险。

加大对中国产业资本的引入，有助于修复欧盟本土产业竞争力、完善欧盟产业体系。当前中国已经成为跨境产业资本的重要来源地，2023 年中国对外直接投资（ODI）流量和存量规模均位列全球第三位。对比中欧经济体量以及经贸往来密度，中欧之间的跨境投资关系、特别是中国企业对欧盟投资活动具备较大的增长空间。目前中国企业在部分领域已经具备较强的国际竞争力和技术创新优势，加大吸引中国优势领域的投资可有效缓解欧盟资本外流压力、完善巩固欧盟产业竞争力和市场业态。从行业层面看，欧盟对于中国电动汽车、可再生能源设备、储能设备等制造业企业投资具有较强的现实需求，近年来中国市场涌现的高品质消费服务业态（如餐饮服务、运动户外、智能电器等）可将欧盟市场作为“出海”拓客新目标。同时，欧盟上游制造业设备、医疗器械等先进制造业企业以及与之相关的研发、设计等生产性服务业亦可以在加大对华

投入中受益。

第二，双方在绿色转型和应对气候变化方面合作潜力巨大。中欧在绿色低碳发展理念上高度契合，在应对气候变化问题上彼此优势互补。欧盟长于气候政策设计以及规则框架构建等事项，而中国则在技术产业化、规模应用与成本控制方面具有显著优势。2023 年欧盟发布的《净零工业法案》提出，到 2030 年欧盟锂电池、太阳能光伏板、风力涡轮机等可再生能源设备本土生产比例须达到 40%。仅依赖欧洲本土制造业企业，很难以较低的成本实现相关产业发展目标，中国企业可以充分发挥在技术和成本方面的优势，响应欧盟相关产业链本土化发展需求，谋求更大的外部发展空间。在 2025 年 7 月举行的第二十五次中国—欧盟领导人会晤上，双方领导人发布关于应对气候变化的联合声明，未来双方将在推进可持续发展、消除贫困、加快绿色技术和可再生能源部署应用、推动全球公正转型等方面展开合作。在此基础上，中欧从事绿色产业的企业还可将合作落脚点从双边合作拓展至全球第三方市场。

第三，《中欧全面投资协定》迎来签约可能。2025 年 5 月，中方和欧洲议会决定同步全面取消对相互交往的限制，这为双方讨论批准已搁置近五年的中欧投资协定签约进程扫清了一个制度障碍，《中欧全面投资协定》签署进程有望重启。从近期欧盟政商人士表态来看，欧方对于加强与中国就投资议题的交流合作多持积极开放立场，希望通过达成协议安排为欧方企业在华投资营造更多确定性。从协定内容来看，双方特别是中国在五年前做出的承诺，部分已通过单边开放措施落地生效。在原始版本中欧投资协定无法撬动欧盟立场的情况下，通过与欧盟启动更广泛议题的经贸协议谈判，更好地满足当前背景下双方的真实需求，是协定签署重启的可行思路。对此，可考虑通过协定部分内容率先落地、扩大协定覆盖议题等方式，以灵活积极的机制安排推动协定签署进程重启。

第四，协作推动多边经贸治理体系改革。特朗普第二任期政策冲击进一步

暴露出多边经贸治理体系改革的紧迫性。当前特朗普政府采取的极端单边关税措施，对全球贸易秩序带来前所未有的冲击。面对特朗普第二任期美国政策变化带来的颠覆性冲击，重塑多边经贸治理体系权威、打造更加公平合理的全球经贸秩序，需要体量足够庞大的国家力量扮演核心角色，对抗美国“逆全球化”力量。中欧经济总量合计超过世界的1/3，货物贸易规模超过全球的1/4，在多边经贸治理领域存在较多共识，长期保持良性互动关系。在第二十五次中国—欧盟领导人会晤上，双方领导人均表示愿与对方共同维护多边主义，支持WTO功能并推动其改革发展。中国和欧盟在维护多边经贸秩序方面互为利益共同体，也有助于确保全球大多数经济体的共同利益，为全球经济注入更大的确定性和稳定性。

专题二：美联储货币政策框架的历史演进、最新调整及影响

美联储的货币政策目标由国会确立为就业最大化和价格稳定。但关于实现目标的货币政策框架的设计和制定，包括对双重目标的解释特别是定量方面，以及关于双重目标的关系、优先顺序、对平衡状态的评估，以及实现目标的战略、工具等方面，美联储却有着较大的自主权。而该框架作为美联储制定和实施货币政策的基石，其合理与否对于能否均衡有效地实现其货币政策目标至关重要。

（一）美联储货币政策框架的历史发展演进

美联储货币政策框架的设计在很大程度上受当时经济金融条件的影响和制约，带有其产生时的环境烙印。

第一框架。美联储2012年1月第一次发布正式货币政策框架——“货币政策长期目标和战略的声明”。当时，美国经历了三十多年的通胀压力。经济扩张和就业率上升通常成为经济过热和通胀上升的驱动因素。美联储也倾向于认为货币政策在长期内对增长和就业没有促进作用，而通胀在长期内则是一种货

币现象，必须采取货币政策控制。相应地美联储在政策实践中将价格稳定置于双重目标之首。因此第一份框架的关键内容是明确为双重目标中的价格稳定作了定量规定，以个人消费支出价格指数年增长率 2%为目标。关于最大就业目标，美联储考虑到劳动力市场的结构受非货币因素影响，而这些因素随时间变化，因此未就其规定量化目标。该框架更多反映了美联储抗击高通胀的教训，因此在双重目标中向价格稳定倾斜。

第二框架。初始框架形成之后的美国经济环境发生了以下变化：一是美国经历了低于潜在水平的增长，并且出现了长期停滞迹象。二是美国总体利率水平趋势性下降，相应的美联储也将其联邦基金长期（中性）利率的预估值从 4.25%降至 2.5%。中性利率下降对货币政策具有深远影响。这意味着即使在经济扩张期，利率通常也更接近 0 下限，这使美联储在经济低迷时期降低利率来支持经济的空间更小。而经济下降对弱势群体冲击最大。三是美国经历了历史上最长的扩张期，失业率下降到 50 年低点，并且远低于其可持续水平，即自然失业率。此外，随着失业率下降就业增长也更广泛，收入较低人群的失业率创下历史新低。四是强劲就业市场并未引发通胀上升，个人消费支出价格指数持续低于 2%，失业率与通胀的关系弱化。美联储更担心的是通胀率长期低于 2%，会导致低通胀的长期预期；而这又会导致利率长期接近零下限，从而使美联储在经济下行时通过降息促进就业的空间更加缩小。基于以上背景美联储于 2019 年启动了对其政策框架的首次全面重检；而 2020 年发生的疫情则进一步强化了上述状态，即通胀持续下降而失业率大幅上升。

基于这一背景 2020 年形成的第二框架的主要调整体现为：**一是政策工具。**美联储认为就业和通胀的下行风险都有所增加，联邦基金利率可能比过去更频繁地受到零下限制约。美联储因此强调了利用其各种工具包括 QE 来实现其双重目标。**二是通胀目标。**基于通胀长期下行的状态，美联储强调为了将长期通胀预期锚定在 2%，将力求随着时间推移实现平均的 2%通胀，并采用了灵活的

平均通胀目标制，以确保即使在零利率下限制约的情况下，通胀预期也能保持良好锚定。因此在通胀率持续低于2%之后，适当的货币政策可能在一段时间内使通胀率适度高于2%。其假定条件是通胀低于2%已成为新常态，因此美联储的主要任务是将通胀提升到2%以上并维持一段时间。**三是就业目标。**美联储提出，最高就业水平是一个基础广泛、包容性的目标。并且在没有通胀风险的情况下，高就业率本身不再作为政策调整的依据。美联储不再关注就业偏离最高就业水平，而只关注其低于该水平的状态。这实际上超出了货币政策的总量性原则，并且在双重目标上更向就业倾斜。

（二）美联储新的货币政策框架的特征

2025年8月22日，在杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔发表题为《货币政策与美联储框架审查》的公开演讲，并同时公布了委员会对《长期目标与货币政策策略声明》五年一次审查的结果与修订文本。此轮审查吸取了近年经济与政策实践中的教训并改进沟通与决策框架。本次美联储货币政策框架的修订主要集中在以下几个方面。

一是政策工具。随着疫情后通胀和利率水平整体抬升，美联储弱化了“有效下限”（Effective Lower Bound，ELB），利率的零下限制约不再是美联储主要关注点。美联储强调货币政策的主要手段是利率政策，但同时仍准备使用全方位工具，以实现政策目标。

二是通胀目标。美联储取消了弥补先前低通胀的“补偿”（Makeup）策略，回归到灵活的通胀目标框架，不再事先承诺通过未来的有意超调来补偿历史上的低通胀。更强调将长期通胀预期值锚定在2%的重要性，因其对于双重目标均有好处；美联储准备采取强有力行动以确保长期通胀预期保持良好锚定。美联储重申2%的长期通胀目标，并承诺每五年进行一次公开框架审查。

三是就业目标。美联储强调最大就业与通胀之间的关系，注重最大就业是

在价格稳定背景下可持续实现的最高就业水平。同时仍然认为就业有时可能超过对最大就业的实时评估，而不一定会对价格稳定造成风险。但如果劳动力市场紧张或其他因素对价格稳定构成风险，则可能需要采取先发制人的行动。不再提及广泛包容性就业目标，并承认最高就业水平无法直接衡量，并随时间推移而变化，其主要由影响劳动力市场结构和动态的非货币因素决定。美联储实际上承认了货币政策在实现就业目标中的局限性大于其实现通胀目标。美联储仍认为，货币政策必须具有前瞻性，并需要考虑其对经济影响的滞后性。因此其政策行动取决于经济前景和风险之间的平衡。

（三）美联储新的货币政策框架的影响

新框架在很大程度上是向第一框架的回归，其再次适应高通胀和高利率环境，从偏向就业的模式转向更平衡的模式，并采用更严格的2%通胀目标。本次美联储货币政策框架修订将对市场和政策沟通产生多方面的影响。短期内，由于美联储弱化了对非常规工具的常态化预期，金融市场对“长期必然依赖非常规工具”的预期可能会减弱。同时，取消“补偿”策略意味着，市场对长期通胀预期的锚定将更依赖于美联储的实际行动。定期公开审查的承诺则增强了政策框架的透明度和公众参与度。

虽然近期失业率上升有可能驱使美联储采取更偏鸽派的货币政策，但从长期看美联储可能更偏鹰派，而将利率保持在更高水平和更长时间可能再次成为常态。鲍威尔（2025 年 8 月）表示，无法确定利率在长期内将趋于稳定，但利率的中性水平现在可能高于 2010 年代，这反映了生产率、人口结构、财政政策以及影响储蓄、投资平衡等其他因素的变化。未来若经济环境再次发生较大变化，不排除在五年后美联储将对该框架进行重检。

免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

研究院
中国北京市复兴门内大街1号
邮编：100818
电话：+86-10-66592780
传真：+86-10-66594040