

全球经济金融展望报告

2025 年第 2 季度（总第 62 期）

报告日期：2025 年 3 月 27 日

要点

- 2025 年一季度，世界经济呈现总供给、总需求同步走弱特征。制造业延续改善态势，服务业景气度下滑。居民消费增速放缓，私人投资低迷。全球通胀反弹风险上升。主要经济体财政、货币政策立场分化。全球 FDI 持续低迷，债务水平上升，大宗商品价格波动增加。
- 展望二季度，全球经济下行风险提高，可能延续总需求、总供给同步回落特征。部分经济体面临通胀反弹风险。特朗普关税政策可能引发新一轮全球“贸易战”。欧洲财政扩张步伐有望加快，美联储降息步伐更为谨慎。全球 FDI 延续低增速，美元指数高位震荡。全球债务增速趋缓，油价持续承压，金价上行趋势延续。
- 主要经济体应对特朗普关税政策的措施、全球美元流动性走势与前瞻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	2025Q1Vs2024Q1	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

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（纽约分行）

联系人：曹鸿宇

电话：010-66594053

邮件：yjycaohongyu@bank-of-china.com

特朗普 2.0 冲击世界经济，全球经贸合作关系面临重塑

——中国银行全球经济金融展望报告（2025 年第 2 季度）

2025 年一季度，世界经济呈现总供给、总需求同步走弱特征。农业产量增速放缓，制造业延续改善态势，服务业景气度下滑。居民消费增速放缓，私人投资延续低迷态势，政府支出温和增长，全球通胀反弹风险上升。美国经济面临特朗普新政冲击，欧洲和日本经济呈复苏态势。美国加征关税政策对全球贸易的影响已初步显现，主要经济体财政、货币政策立场分化。全球 FDI 持续低迷，证券投资流向面临新调整。全球货币市场维持紧平衡，汇率波动性显著攀升，全球债务水平上升，大宗商品价格波动增加。

展望二季度，全球经济下行风险提高，可能延续总需求、总供给同步回落特征。部分经济体面临通胀反弹风险。特朗普关税政策可能引发新一轮全球“贸易战”。欧洲财政扩张步伐有望加快，美联储降息步伐更为谨慎。全球 FDI 将延续低增速，美元货币市场利率维持高位，美元指数高位震荡。全球债务增速趋缓，油价持续承压，金价上行趋势延续。

本期报告分别对主要经济体应对特朗普关税政策的措施及启示、全球美元流动性走势特征与前瞻两个专题展开分析。

一、全球经济回顾与展望

（一）全球经济：供给、需求同步下降

2025 年一季度，特朗普再次就任美国总统，在贸易、投资等领域推出一系列调整措施，全球经贸格局发生深刻变化。世界经济呈现总供给、总需求同步走弱特征（表 1）。

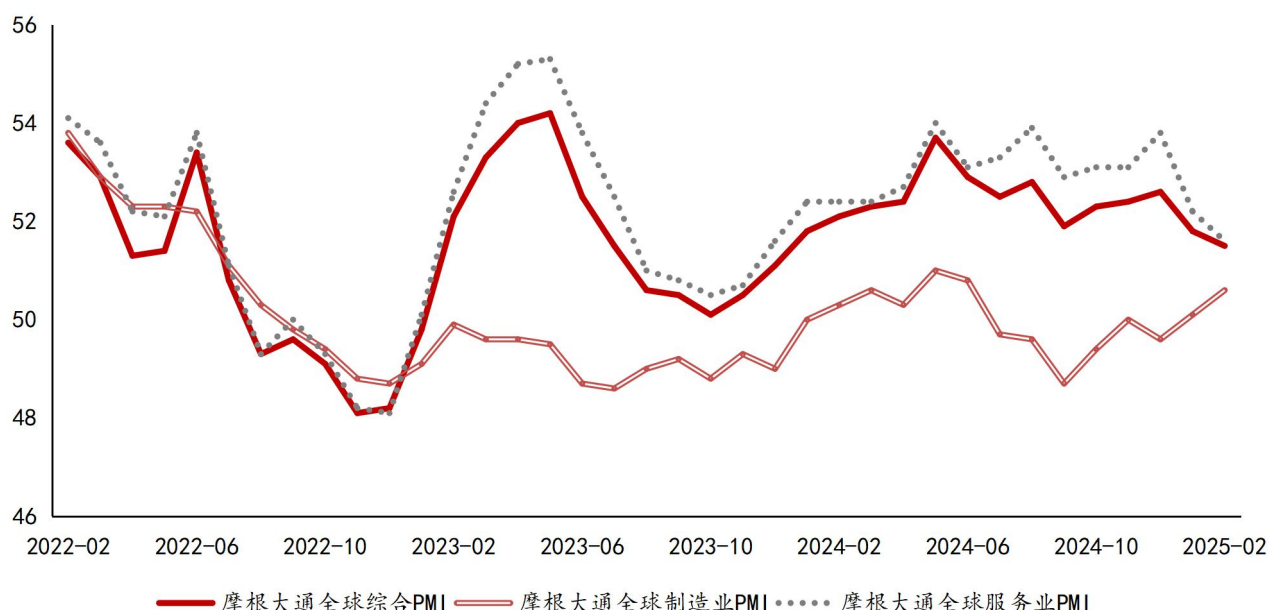
表 1：2025 年一季度全球主要经济指标趋势分析

	分项	2022 年占全球 GDP 份额	2025Q1 增速 Vs2024Q1 增速	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。农业产量增速放缓。2025 年一季度，受东欧和北美小麦产量环比下降，巴西玉米、大豆供应下降，东南亚棕榈油、大豆油和葵花籽油供应趋紧等因素影响，全球农业产量增速放缓。**制造业延续改善态势。**2025 年 2 月，全球制造业 PMI 为 50.6%，较 1 月上升 0.5 个百分点，连续两个月处于荣枯线以上（图 1）。特朗普挥舞关税“大棒”导致的“抢出口”效应、全球大宗商品要素成本价格趋降等是推高制造业 PMI 重要原因。美国制造业 PMI 上升 1.5 个百分点至 52.7%，德国、法国、意大利、日本及东南亚国家制造业 PMI 整体回暖。加拿大、墨西哥制造业 PMI 在荣枯线以下继续收缩。**服务业景气度下滑。**2025 年 2 月，全球服务业 PMI 为 51.6%，较 1 月下降 0.6 个百分点，连续第二个月下行。特朗普第二任期的政策风险、私人消费支出削减以及服务业投入成本上升是拖累服务业增长主要原因。美国、德国服务业 PMI 高位回落，法国服务业 PMI 在荣枯线下继续走弱，墨西哥和俄罗斯等新兴经济体服务业 PMI 呈下降趋势。

图 1: 摩根大通全球 PMI 变化趋势 (%)



资料来源: Bloomberg, Wind, 中国银行研究院

需求端。消费增速放缓。加征关税政策削弱美国消费者信心，导致居民缩减消费开支。2025 年 1 月，美国个人消费支出环比下降 0.2%，是 2021 年 2 月以来最大降幅。欧洲消费表现疲软，零售销售指数同比增速 1.5%，较 2024 年 12 月下降 0.7 个百分点。日本、英国、澳大利亚和韩国私人消费有所改善（表 2）。**私人投资低迷。**特朗普第二任期推出系列政策，全球跨境投资活动延续低迷态势。美联储降息进程放缓，高利率继续对企业投资形成抑制。欧洲经济缓慢复苏，企业投资增长依然乏力。2025 年 3 月，美国 Sentix 投资信心指数下行，欧洲 Sentix 投资信心指数仍处于收缩区间。**政府支出温和增长。**美国成立政府效率部（DOGE）致力于削减政府开支，但 2025 财年前 5 个月美国联邦政府赤字仍呈上升态势。在财政政策逐步正常化态势下，欧洲主要国家财政支出温和增长。美国对俄乌冲突的态度转变将对欧洲国家未来军费乃至财政支出产生重要影响。

表 2：全球主要经济体零售销售额/指数同比增速（%）

	2023		2024 年					2025 年 1 月	较 2024 年 4 季度变动（百分点）
	2023 年最终消费支出占全球份额	全年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年		
美国	29.1	3.6	1.9	2.4	2.3	3.8	2.6	4.2	0.4
中国	12.8	7.8	4.3	2.7	2.7	3.8	3.3	4.4	1.1
欧元区	15.1	-1.9	0.1	0.3	2.1	2.1	1.2	1.5	-0.6
日本	4.1	5.7	2.6	2.9	2.2	2.5	2.6	3.9	1.4
巴西	2.3	1.7	5.9	4.7	4.1	4.6	4.8	3.1	-1.5
印尼	1.1	1.5	5.6	0.7	5.0	1.4	3.2	-0.4	-1.8
英国	3.6	3.2	2.5	0.2	1.5	0.7	1.2	2.0	1.3
墨西哥	1.9	9.6	8.9	7.1	6.6	7.1	7.4	—	—
韩国	1.5	2.5	1.3	-0.4	0.2	-1.3	0.0	2.2	3.4
澳大利亚	1.6	3.3	1.2	2.0	2.6	3.7	2.4	3.8	0.1
南非	0.4	-1.3	-0.2	2.1	2.0	5.6	2.4	—	—

注：中国、印尼为 2025 年 2 月增速，最后一列为 2025 年 2 月增速较 2024 年四季度增速变动

资料来源：世界银行，Wind，中国银行研究院

展望 2025 年二季度，全球经济下行风险上升，总需求和总供给将同步承压。

需求端大概率收缩。关税政策将引发连锁反应，物价水平上升导致全球私人消费承压。2025 年二季度，特朗普对部分国家加征关税政策将相继落地，这将带来全球产业链重塑并大概率引发主要贸易伙伴报复政策。在新一轮贸易摩擦升级背景下，全球进口商品价格面临抬升压力，对消费需求产生抑制效应。全球投资活动延续低迷态势。加征关税引发通胀反复风险，将美联储降息进程面临较大不确定性，这不利于投资增速的恢复。特朗普挥舞“关税大棒”，签发《美国优先投资政策》备忘录，全球跨境投资不确定性上升。政府支出表现分化。美国政府致力于降低公共债务压力，财政支出增速可能放缓，加大关税征收幅度对财政收入改善的作用有限。欧盟成员国大概率加大军费开支力度，德国新政府组阁完成后，将摆脱“债务刹车”机制约束，加大财政刺激力度。

供给端继续承压。制造业复苏面临成本冲击。2025 年二季度，特朗普加征关税政策将相继落地。“对等关税”框架下，美国主要贸易伙伴大多将面临更高关税，这将通过出口订单效应对全球制造业复苏态势形成抑制。服务业逐渐回归长期趋势水平。一方面，在新一轮科技革命下，数字化、智能化和自动化

等服务需求仍具有较好增长前景。另一方面，居民就业和收入增长预期转弱，将减少休闲娱乐和旅游等支出。全球贸易增速放缓、保护主义升温，将限制国际商务、航运和物流等配套服务业活动。预计**2025年二季度**，全球实际GDP增速在**2.6%左右**；全年实际GDP增速在**2.4%左右**（表4）。

（二）全球通胀：下降速度放缓，反弹风险上升

全球通胀降幅放缓。2025年2月，主要经济体通胀水平回落，但降幅整体放缓。分地区看，美国CPI同比增速降低0.2个百分点至2.8%，油价以及交通、住房等服务价格下降带动通胀下行。2025年2月，欧元区CPI同比增速下降0.1个百分点至2.4%，主要经济体德国、法国、意大利和西班牙通胀率分别为2.3%、0.9%、1.7%和2.9%，能源和服务价格增幅均放缓。日元贬值推高进口成本、劳动力不足推动薪资上涨，2025年1月，日本CPI同比增速升至4.0%。受需求大幅下滑影响，2025年2月韩国CPI降至2.0%，连续3个月上涨后首次下降。

表 3：G20 经济体 CPI 同比增速变动（%）

	2024			2025			2024			2025	
	6月	9月	12月	M1	M2		6月	9月	12月	M1	M2
阿根廷	271.5	209.0	117.8	84.5	66.9	欧盟	2.6	2.1	2.7	2.8	2.7
土耳其	71.6	49.4	44.4	42.1	39.1	韩国	2.4	1.6	1.9	2.2	2.0
俄罗斯	8.6	8.6	9.5	9.9	10.1	加拿大	2.7	1.6	1.8	1.9	2.6
南非	5.0	3.7	2.9	3.1	3.2	德国	2.2	1.6	2.8	2.8	2.6
墨西哥	5.0	—	—	—	—	法国	2.5	1.4	1.8	1.8	0.9
巴西	6.9	12.1	19.5	—	—	英国	2.0	1.7	2.5	3.0	—
印度	5.1	5.5	5.2	4.3	3.6	印尼	2.5	1.8	1.6	0.8	-0.1
澳大利亚	3.8	2.8	2.4	—	—	沙特	1.5	1.7	1.9	0.0	0.0
美国	3.0	2.4	2.9	3.0	2.8	意大利	0.9	0.7	1.4	1.7	1.7
日本	2.8	2.5	3.6	4.0	—	中国	0.2	0.4	0.1	0.5	-0.7

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望2025年二季度，特朗普加征关税政策将陆续落地，这将一定程度加剧美国通胀压力，通胀抬升幅度与美元汇率走势紧密相关。其他出口导向型经济体可能由于外部需求下降导致通胀率走低。如果这些国家采取反制措施加征关税，将抬高物价水平推高全球通胀。2025年3月，欧洲央行行长表示，加征关税以及欧洲增加国防军费支出的计划将加大保持通胀稳定的难度。预计**2025年二季度**，全球CPI同比增速在**3.3%左右**；全年CPI增速在**3.6%左右**（表4）。

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	2024E	2025F	较上期预测变化	2023	2024E	2025F	较上期预测变化
美洲	美国	2.9	2.8	2.0	-0.3	4.1	3.0	3.5	+1.0
	加拿大	1.5	1.5	1.6	-0.2	3.9	2.4	2.1	+0.2
	墨西哥	3.3	1.5	1.0	-0.3	5.6	4.7	3.8	持平
	巴西	3.3	3.4	2.1	0.1	4.6	4.4	5.1	+1.4
	智利	0.2	2.4	2.2	-0.1	7.7	4.3	4.2	+0.3
	阿根廷	-1.6	-2.9	4.3	0.7	127.9	236.8	40.4	-64.6
亚太	中国	5.4	5.0	5.0	持平	0.2	0.2	0.7	持平
	日本	1.5	0.1	1.0	-0.1	3.3	2.7	2.7	持平
	澳大利亚	2.1	1.0	1.9	-0.1	5.6	3.2	2.6	-0.2
	印度	7.6	9.2	6.3	-0.5	5.7	5.0	4.8	+0.3
	韩国	1.4	2.0	1.5	-0.5	3.6	2.3	2.0	+0.4
	印尼	5.1	5.0	5.0	-0.1	3.8	2.3	2.3	-0.3
	沙特	-0.8	1.2	4.3	-0.1	2.3	1.7	2.0	持平
欧非	欧元区	0.4	0.9	1.1	-0.2	5.4	2.4	2.2	0.1
	英国	0.1	0.9	1.6	持平	6.8	2.5	2.5	0.5
	德国	-0.3	-0.2	0.5	-0.4	6.0	2.5	2.2	0.2
	法国	0.9	1.2	0.7	-0.4	5.7	2.3	1.6	-0.4
	俄罗斯	4.1	4.1	1.6	-0.9	6.0	8.4	8.0	1.5
	土耳其	5.1	3.2	2.6	-0.2	53.4	60	32.3	2.3
	尼日利亚	2.9	3.1	3.3	+0.2	24.5	33.2	25.8	3.4
	南非	0.7	0.7	1.7	持平	5.9	4.4	4.0	-0.2
全球		2.7	2.7	2.4	-0.2	6.9	4.3	3.6	+0.4

资料来源：IMF，中国银行研究院

（三）全球贸易：特朗普关税政策将引发新一轮“贸易战”

2025 年一季度，特朗普关税政策对全球贸易的影响已初步显现。特朗普在一季度明确落地的关税政策主要包括：对进口中国商品自 2 月 4 日起加征 10% 关税，3 月 4 日起额外加征 10%；对进口加拿大、墨西哥产品中不符合《美墨加协定》原产地规则的商品自 3 月 6 日起加征 25% 关税；对进口钢铝产品自 3 月 12 日起加征 25% 关税，并不再豁免加拿大、墨西哥、欧盟和韩国等国家和地区。主要经济体出口表现受特朗普关税政策的影响存在分化。亚太地区出口导向型经济体、钢铝等资源产品出口国的出口出现不同程度下滑，2025 年前 2 个月，韩国、印度、巴西的出口同比降幅分别达到 4.9%、6.8%、3.6%（表 5）。部分国家或地区存在关税政策落地前的“抢出口”行为，2025 年 1 月，加拿大、墨西哥的出口同比增速分别为 20.3%、5.5%。根据联合国贸发会议 3 月的最新预测，2025 年一季度全球商品贸易规模环比增速为 0.25%，较 2 月预测值下调 1.38 个百分点。

展望 2025 年二季度，特朗普关税政策可能引发新一轮全球“贸易战”。《美

国优先贸易政策》审查报告将于4月1日发布，“对等关税”政策细节将进一步明朗。“对等关税”政策目标是解决美国与所有贸易伙伴的非互惠贸易关系，包括对美关税、增值税、非关税贸易壁垒、汇率以及任何“不公平限制”。2024年美国前15大贸易伙伴中，所有贸易伙伴的简单平均关税税率都高于美国。特朗普“对等关税”政策冲击的国家和地区将进一步增多，加拿大、墨西哥和对美依赖度较高的出口导向型经济体面临更大贸易冲击。一方面，欧盟、韩国、加拿大、墨西哥、印度、巴西等经济体均寻求与美国加强贸易磋商，尝试以部分领域扩大自美进口或降低对美关税的让步来缓解贸易摩擦。3月16日，美国国务卿卢比奥表示，美国将在对其主要贸易伙伴征收关税后，与各国就新的贸易安排进行双边谈判。另一方面，受影响经济体加速出台关税反制措施。加拿大已于3月4日宣布对300亿美元进口美国商品加征25%关税，第二轮计划对1250亿美元进口美国商品加征25%关税。欧盟于3月12日宣布对价值260亿欧元的进口美国商品征收反制关税，相关措施将在4月中旬统一生效。墨西哥总统曾表示将通过关税和非关税措施捍卫墨西哥利益，但未具体公开墨西哥将针对哪些美国商品采取措施。新一轮全球主要经济体关税政策博弈将加速演进并造成外溢影响，全球贸易风险将加速累积。

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 2 月，美元）	-2.4	-8.4	2.3	5.6	3.7	7.1
美国（前 1 月，美元）	14.7	23.1	4.1	-0.1	-0.5	0.5
欧盟（前 1 月，欧元）	7.6	10.9	4.4	-9.8	-18.7	0.9
德国（前 1 月，美元）	-2.5	2.1	-6.3	-5.3	-10.5	-0.5
荷兰（前 1 月，欧元）	6.8	7.1	6.6	-14.1	-17.6	-10.8
加拿大（前 1 月，加元）	17.2	14.1	20.3	-7.2	-6.0	-8.5
俄罗斯（前 1 月，美元）	2.7	3.2	2.4	-13.3	-11.1	-14.9
日本（前 2 月，日元）	8.7	8.0	9.5	1.5	-4.8	9.7
韩国（前 2 月，美元）	-4.1	-3.3	-4.9	-0.6	-10.2	10.9
印度（前 2 月，美元）	-5.1	-3.8	-6.8	8.0	7.9	8.1
印尼（前 2 月，美元）	4.6	-0.4	9.2	-1.7	7.5	-8.9
越南（前 2 月，美元）	12.5	16.9	8.3	17.4	20.7	14.6
泰国（前 1 月，美元）	10.5	7.9	13.6	4.5	1.7	8.0
新加坡（前 2 月，新元）	5.7	7.5	4.1	8.6	8.2	9.0
巴西（前 2 月，美元）	6.5	19.6	-3.6	9.3	1.4	16.3
墨西哥（前 1 月，美元）	5.7	5.9	5.5	-1.0	-1.0	-1.1

资料来源：Wind，中国银行研究院

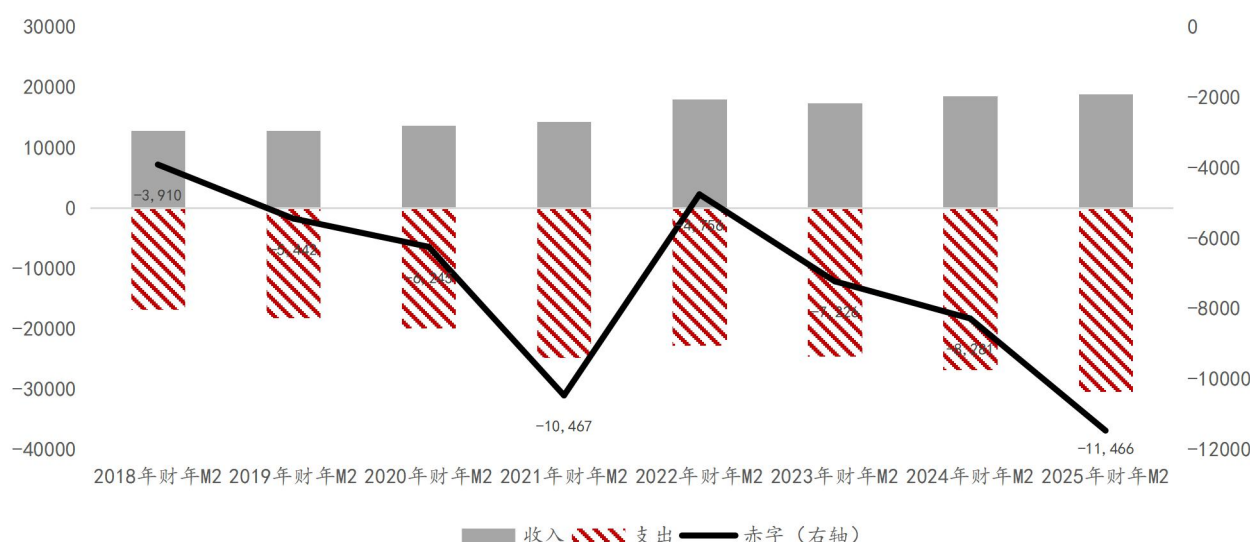
（四）全球财政政策：政策立场分化，收支失衡问题依然突出

2025 年以来，主要经济体财政政策出现较大调整。特朗普第二次上任后，美国积极调整财政收支政策。收入端，美国通过加征关税、推出定价 500 万美元移民金卡等政策增加财政收入。支出端，特朗普政府设立美国政府效率部（DOGE）。2 月末，DOGE 声称已实现 550 亿美元支出削减，涉及合同取消或重新谈判、资产出售、拨款取消、裁员、项目调整等。特朗普政府关闭了美国对外援助机构国际开发署（USAID），该机构年预算占美年度财政预算的 1%。尽管采取了一系列财政紧缩政策，但特朗普财政政策效果并未显现。2025 财年¹前 5 个月，美国联邦政府财政赤字达 1.15 万亿美元，较 2024 财年同期增加约 0.32 万亿美元，为历年同期最高值（图 2）。由于美国对俄乌冲突立场出现转变，欧盟将实施“重新武装欧洲”计划，调动近 8000 亿欧元财政开支打造防务，财政政策大幅转向。德国联盟党和社民党开启组阁谈判，将推行减税政策提振经济。3 月 18 日，德国联邦议院通过《基本法》修正案，同意联盟党和社民党的财政方案，将调整“债务刹车”条款，为国防等大规模支出提供资金支持，

¹ 美国 2025 财年由 2024 年 10 月至 2025 年 9 月。

并同意设立 5000 亿欧元基建相关特别基金。2024 年三季度，德国政府财政赤字率为 2.3%，预计在减税与军费开支增加的影响下，财政赤字率将显著上升。2025 年 2 月，法国通过 2025 年国家财政预算草案以及社会保障预算草案第一部分。根据草案，法国政府提出的国家财政预算目标是将法国 2025 年财政赤字率降至 5.4%。为实现预算目标，法国将提高对高收入家庭和大企业征税力度，并削减政府部门开支。2025 年 1 月，法国政府预算赤字缩小至 173 亿欧元，较去年同期 257 亿欧元有所下降，总收入同比增长 17% 达到 241 亿欧元。

图 2：美国财政收支情况（亿美元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年二季度，特朗普政府希望通过对内减税与支出结构调整、对外加征关税的政策组合，推动美国财政收支平衡，但各项财政政策主张之间存在内在矛盾，将削弱政策效果。例如，关税政策将引发再通胀以及他国报复性关税措施，造成美国经济增速下滑、其他应税收入下降。特朗普政府以移民金卡取代 EB-5 签证¹涉及国会立法，政策落地难度较大。移民金卡计划主要针对超级富豪，目标群体人数较少，出售金卡数量将远低于特朗普预期的 100 万张。德国财政政策转向将对欧盟国家起到示范作用，欧洲国家财政支出可能将呈现

¹ EB-5 为美国投资移民项目。申请人需在目标就业区（TEA）投资至少 80 万美元、在非目标就业区投资至少 105 万美元，并且投资项目需创造至少 10 个工作岗位，则可以换取在美国的永久居留权。

加速提升态势，这会推高政府财政赤字率，部分欧盟成员国的主权债务风险将进一步恶化。

（五）全球货币政策：美联储货币政策面临缓冲经济下行风险与抗通胀之间的艰难抉择，欧央行延续降息路径

2025 年一季度以来，主要央行货币政策路径分化，美联储保持利率稳定，欧元区继续降息步伐，日本央行仍处于加息周期。在经济增长保持韧性、失业率保持低位的背景下，美联储 3 月 19 日宣布维持联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.5% 不变，符合市场预期。鉴于欧元区通胀率正逐步回归目标水平而经济增长前景较为疲软，欧央行 1 月 30 日将三大关键利率下调 25 个基点，并在 3 月的议息会议上再度降息 25 个基点，以应对特朗普的贸易政策和地缘政治变化，是自 2024 年 6 月开启宽松周期以来的第六次降息。英格兰央行 2 月 6 日延续每季度降息 25 个基点的步伐，将基准利率从 4.75% 下调至 4.50%。日本央行继续保持货币紧缩政策，1 月 24 日宣布将目标政策利率上调 25 个基点至 0.50%，是自 2024 年 3 月以来的第三次加息，也是日本十八年来最大幅度加息，并于 3 月政策会议维持利率不变。新兴市场货币政策路径出现分化，部分国家选择跟随主要经济体的步伐实施降息以刺激经济，巴西等国家则因通胀压力较大选择维持或收紧货币政策。

展望 2025 年二季度，全球货币政策主要呈现以下特征。

1. 关税政策及经济走势的不确定性使美联储降息步伐更为谨慎，欧央行预计年中前降息两次，未来降息规模和步伐“更加谨慎”。

美国经济前景不确定性有所增加，预计美联储年内将降息两次。但美联储不会急于采取行动，特朗普关税政策对通胀预期、经济前景的影响仍有待进一步观察。此外，缩表进程与联邦债务上限冲突，面对债务上限与市场流动性的双重压力，美联储将调整缩表路径。从 2025 年 4 月开始，美联储将开始放缓缩表步伐，将每月美债减持上限从 250 亿美元放缓至 50 亿美元，而 MBS 缩减速

度维持不变。欧元区 2 月份 CPI 同比上涨 2.4%，较 1 月的 2.5% 有所放缓，服务业通胀率降至 3.7%，是自 2024 年 4 月以来首次显著回落。欧央行预计在 6 月底前再降息两次，将存款利率下调 50 个基点以支撑经济复苏。

2. 日本若实现 2% 通胀目标、薪资稳健增长以及国内需求方面取得持续进展，央行将继续提高利率

未来日本央行政策走向主要取决于国内经济和通胀情况，全球不确定性加剧可能影响日本央行的升息时机。日本央行总裁植田和男表示，日本若实现 2% 通胀目标、薪资稳健增长以及国内需求方面取得持续进展，央行将继续提高利率。价格方面，2 月全国核心 CPI 较上年同期上升 3.0%，远高于央行 2% 的目标。但东京核心 CPI 同比上涨 2.2%，为四个月来首次放缓，主要由于日本政府重新实施电力和燃气补贴政策，使能源价格有所回落，但食品价格依然高企，基础通胀趋势未变。工资方面，日本“春斗”结果表明日本企业同意加薪 5.4%，创下 34 年来最高涨幅。持续的工资增长将进一步提振消费支出。食品成本上涨和强于预期的工资增长可能会推高潜在通胀，这凸显了日本央行对国内物价压力上升的关注。随着国内条件逐渐成熟，日本央行加息以稳定通胀的预期升温。

专栏 1：美国金融危机监测分析

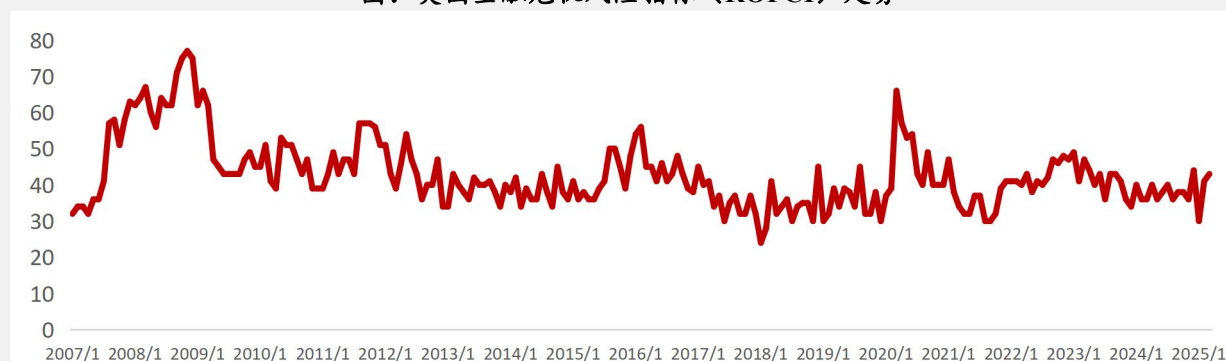
美国金融危机风险指标显示，2025 年一季度美国金融市场整体风险上升。虽然发生金融危机及系统性金融风险的可能性仍较低，但有许多风险因素及脆弱性正在上升。具体而言，2025 年 1-3 月美国金融危机风险指标（ROFCI）月度平均值从 2024 年四季度的 39 下降到 38，仍然维持在安全区域，并且也低于历史水平 42.86。但是，月度指标呈持续上升趋势，从 1 月的安全区域在 2、3 月进入并维持在不稳定区域。特朗普大幅提升对主要贸易伙伴的进口关税，拟针对全部贸易伙伴实施“对等关税”，同时对联邦政府采取了较大幅缩减和裁员。特朗普经济政策及其效果的不确定性导致经济政策及贸易政策不确定性指数大幅上升，引发消费者和企业信心指数下降，市场关于近期内发生经济衰退的预期升温。这些因素直接影响到金融市场稳定性。首先，经济政策不确定性叠加股市估值过高的回调因素，导致了主要股市持续下降，同时波动性上升，标普 500 的波动性指数 VIX 从安全区域上升到不稳定区域；同期银行业股票指数从历史高点 140 回落，从安全区域进入

危险区域。其次，债券市场波动。国债市场波动性指数回升，各级别公司债券和国债的利差扩大，并从安全区域进入不稳定区域。再者，国债期限利差再次收窄并倒挂。10年和3个月国债期限利差进入负值区间，从不稳定区域进入危险区域。

展望2025年二季度，美国金融市场的整体风险有可能上升并处于不稳定区域；ROFCI有可能维持在不稳定区域内波动。其主要风险因素仍然是特朗普政府经济政策的不确定性较高。鉴于特朗普政策举措首先针对的是长期结构性经济问题，如贸易逆差、财政赤字和移民等，解决这些问题需要假以时日，并且阻力和难度很大，不太可能在近期内见效，却很可能阻碍短期增长，市场信心难以很快恢复。但随着时间推移政府经济政策的确定性可能逐渐明朗，特别是未来其有利于企业发展的各项政策实施，通胀可能持续下降，美联储也可能在二季度再次降息，并放缓缩表，各期限利率可能继续下降，金融条件可能相对宽松，这些将有助于稳定金融市场，缓解市场压力。特别是股市在削减了一部分过高估值，其估值和预期收益的缺口缩小之后有可能会恢复稳定。

但是极端情况下，由于特朗普经济政策不确定性居高不下，高关税导致通胀反弹，经济滞胀风险上升，美联储货币政策进退两难，金融条件收紧，各项风险则可能回升，金融稳定性将受到影响，ROFCI则有可能在不稳定区域内出现大幅上升。

图：美国金融危机风险指标（ROFCI）走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

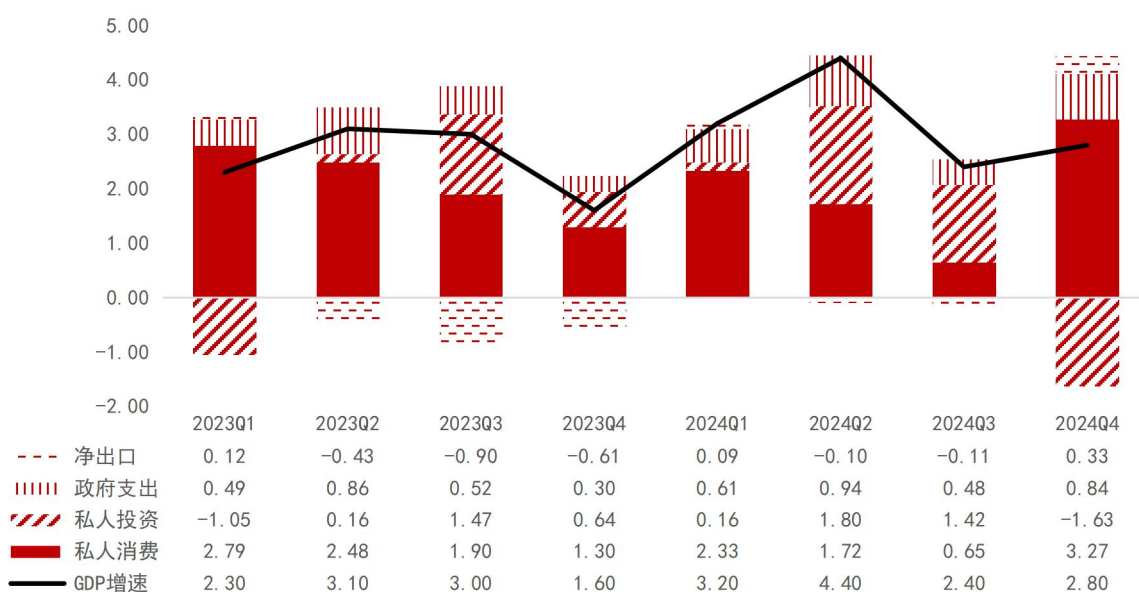
（六）重点国别/地区经济形势研判

1.美国：特朗普新政负面冲击显现，经济滞胀风险上升

美国经济增长预期大幅走弱，下行风险加大。2025年一季度，美国经济明显走弱。消费增长逐渐疲软。2025年1月美国个人收入折年数环比增长0.9%，但个人消费支出折年数环比下降0.2%，是2023年3月以来的首次下降，也是2021年2月以来的最大降幅，前值由-0.9%大幅下修至-1.2%。美国密歇根大学消费者信心指数自2025年以来连续三个月下跌，3月跌至57.9，是2022年7月以来最低水平，消费者对美国经济前景的担忧不断上升。投资表现相对稳定。

特朗普政府关税措施和其他保护主义政策对美国本土制造业部门构成一定利好，有助于推动相关投资增长。1月，反映企业资本开支的核心耐用品订单数量环比增长0.81%，是2023年8月以来的最好表现。但中小企业资本支出乐观指数趋降，显示外部环境变化对其负面冲击可能更加明显。同时，美国住房市场指数走弱，可能会拖累房地产投资增长。利息支出增长推动政府开支持续扩张。根据美国财政部数据，2025财年前5个月，美国联邦政府预算赤字达到创纪录的1.15万亿美元，其中2月当月预算赤字同比扩大4%至3070亿美元。赤字增加主要是对国债偿债、社保和医保项目的支出激增，2025财年前5个月美国国债利息支出4780亿美元，同比上升10%。净出口在经历历史性逆差后可能迎来收窄。美国制造商和企业赶在特朗普加征关税前“抢进口”，受此因素影响，2024年12月以来美国贸易逆差规模大幅扩张，1月逆差规模扩大至1313.8亿美元的单月历史新高，远高于过去两年600亿-800亿美元的月度赤字水平。伴随着关税措施的落地和持续升级，预计未来一个时期美国商品进口高速增长态势将有所放缓，逆差规模有望收窄。

图3：美国实际GDP环比增长折年率及分项贡献率（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

供给端整体表现活跃。美国制造业表现较为乐观,2月美国ISM制造业PMI为50.3%,虽然较上月小幅下降,但仍维持在荣枯线以上,工业产能利用率连续三个月改善,2月升至78.19%,高于2024年全年峰值水平。非制造业部门活动继续扩张,2月美国ISM非制造业PMI为53.5%。

通胀表现符合预期,后续高关税对通胀抬升效果将逐步显现。1月美国个人消费支出(PCE)价格指数环比上涨0.3%,同比增长2.5%,剔除食品和能源价格后,1月美国核心PCE价格指数环比上涨0.3%,同比上涨2.6%,符合市场普遍预期。分项看,受机动车和汽油价格上涨影响,商品价格环比上涨0.5%,与此同时,服务价格上涨0.2%,其中娱乐服务成本价格增长较快,但被医疗保健价格的下降所部分抵消。近期,市场对于美国通胀的预期快速升温,2025年2月,美国1年期通胀预期从前值的3.3%大幅上升至4.3%,5年期通胀预期从前值的3.2%回升至3.5%。亚特兰大联储银行研究显示,特朗普对中国、墨西哥和加拿大的进口产品征收关税将推高消费价格,如果企业转嫁一半的关税成本,美国部分消费者支出价格或上涨0.8%,而如果企业完全转嫁关税费用,美国部分消费者支出价格或上涨1.6%。

特朗普政策调整对美国经济负面影响逐渐显现,其中劳动力市场首当其冲。根据美国就业咨询公司Challenger, Grey & Christmas公司发布的数据,2月美国雇主裁员17.2万人,环比增长245%,打破了2020年7月新冠疫情期间创下的最高月度裁员人数纪录,同时也是自2009年以来历年2月份最高裁员人数。其中,联邦政府职员削减规模达到6.2万人,占裁员总数的约三分之一。美国劳工统计局数据显示,2月美国经季调的非农就业人口增加15.1万人,低于市场预期的16万人,失业率意外走高至4.1%,创2024年11月以来新高。其中,联邦政府就业人数在2月减少了1万人,但政府总体就业人数增加了1.1万人。DOGE裁员行动对劳动力市场负面影响在未来将进一步凸显。

展望2025年二季度,美国经济增速下滑风险上升。3月3日,亚特兰大联

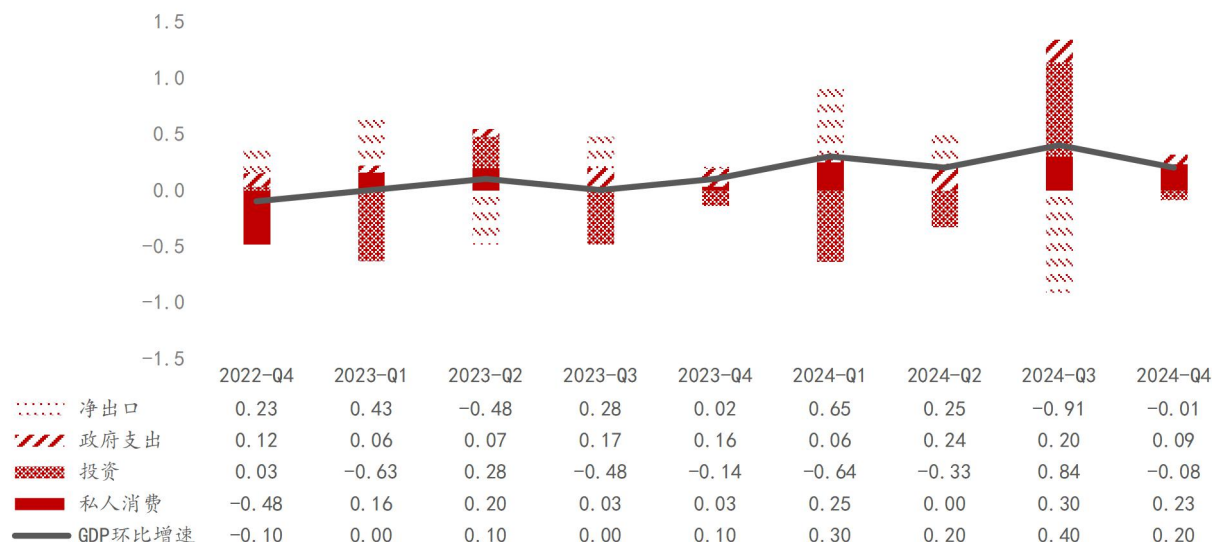
储 GDPNow 模型对美国 2025 年一季度 GDP 增长预测为-2.8%，较此前两个交易日大幅下降 5.1 个百分点，是 2020 年新冠疫情以来最低值。此后该预测值有所回升，但负增长预测数据仍然反映出美国经济面临较大挑战。主要机构对 2025 年美国经​​济衰退预期均有所上调，摩根大通对 2025 年美国经​​济衰退概率预测由年初的 30%上调至 40%，高盛将未来 12 个月美国经​​济衰退的概率从 15%上调至 20%，太平洋投资管理公司预测 2025 年美国衰退概率由 2024 年末的 15%升至 35%。从特朗普政府政策出台情况看，能够较快落地的政策措施，如提高关税、限制移民、削减联邦工作人员和合同等，更容易成为经济拖累项，而减税政策等有益于经济增长表现的政策实施则将经历较长立法程序。**短期内美国经​​济面临滞胀风险。**但这种趋势很大程度上可能属于特朗普政府“主动而为之”。从近期特朗普及其内阁官员表态看，特朗普关税政策所引发的经济衰退在其意料之中，特朗普政府希望通过“刮骨疗伤”式的政策推动经济“排毒”，以此为由敦促美联储降息，并结合后续国内减税等宽松措施，为美国市场吸引全球投资和重塑活力创造条件。但回顾历史，特朗普政府当前采取的政策与二战以来支撑美国经​​济繁荣的政策导向不一致。市场反应表明，外界对于这一政策思路所产生的效果并不乐观。预计 2025 年二季度，美国实际 GDP 增速环比折年率在 2%左右，CPI 同比增速在 3%左右。

2.欧洲：经济复苏，财政政策将成为推动增长的关键力量

欧元区：经济呈复苏态势。2024 年欧元区经济增长保持复苏态势，实际 GDP 增速为 0.9%。私人消费和政府支出保持较好增长态势，投资于下半年明显回暖拉动三季度 GDP 增长 0.8 个百分点，净出口由强转弱，成为拖累下半年经济增长主要因素（图 4）。欧元区工业和服务业表现分化。2024 年 12 月，工业生产指数降至 96.3，同比下降 1.5%。服务业保持强劲增长，服务业生产指数由 2023 年 12 月的 113.4 上升至 2024 年 12 月的 115.3，信息技术、科技研发等领域保持较快态势。从成员国表现看，西班牙在旅游等服务业增长带动下表现较

好，2024 年实际 GDP 增速为 3.2%；法国、荷兰、意大利的实际经济增速分别为 1.2%、0.9%和 0.7%；德国实际 GDP 增速为-0.2%，连续两年出现负增长。

图 4：欧元区实际 GDP 增速贡献率（%）



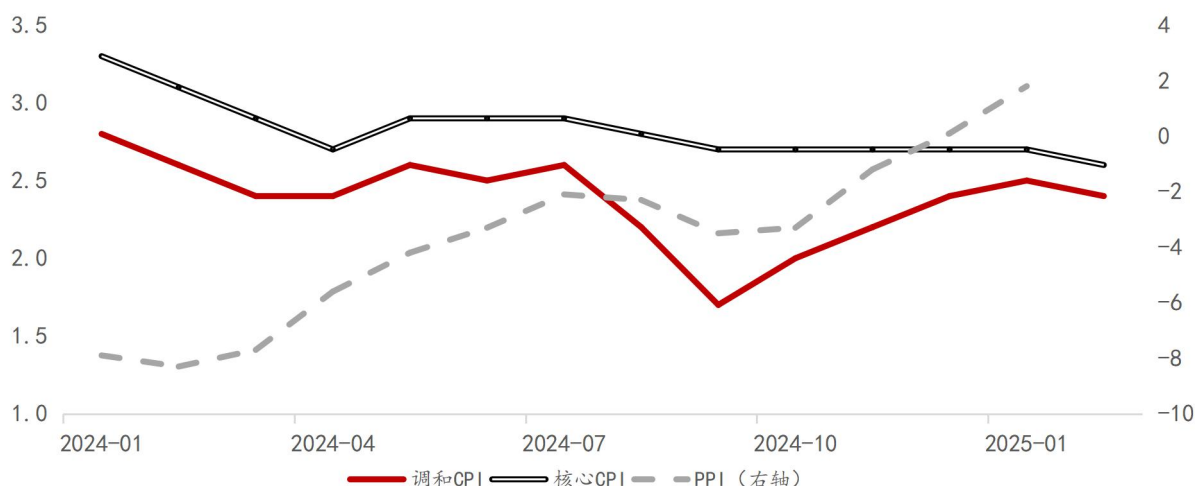
资料来源：Wind，中国银行研究院

2025 年以来，欧元区经济继续恢复。一是私人消费回暖。劳动力市场表现平稳，2025 年 1 月失业率为 6.2%，与 2024 年四季度持平，支撑居民消费。私人消费维持回暖态势。2025 年 1 月，欧元区零售销售指数和消费信贷总额同比分别上升 1.5%和 2.0%。**二是降息提振投资信心。**欧央行于 2025 年 1 月和 3 月分别降息 25 个基点，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降至 2.50%、2.65%和 2.90%，自 2024 年 6 月以来共降息六次。欧元区 Sentix 投资者信心指数从 2025 年 1 月的-17.7 上升至-2.9，为近年来高位。**三是军费支出计划将扩大政策财政空间。**由于美国特朗普政府计划削减对乌克兰援助，欧盟宣布将调动近 8000 亿欧元实施“重新武装欧洲”计划，并提出总额 1500 亿欧元的新贷款计划，为采购防空系统、无人机以及航空运输等战略支撑装备提供资金。相关计划预计将增加欧元区成员国政府支出，拉动经济增长。

欧元区通胀回落至目标区间。2025 年 2 月，欧元区调和 CPI 同比增长 2.4%，核心 CPI 同比增长 2.6%，通胀走势基本保持稳定。其中，服务通胀和食品通胀

较高，2 月同比增速分别为 3.7%和 2.7%；能源价格和其他工业品价格增幅相对较小，2 月同比增速分别为 0.2%和 0.6%。工业生产者价格有所回升，2025 年 2 月欧元区 PPI 同比上涨 1.8%，扭转了 2023 年 5 月以来的下跌趋势（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 年二季度，欧元区经济增长机遇与挑战并存。一是私人消费与投资信心提升。在劳动力市场稳健、通胀走势可控、欧央行持续降息预期较强等因素影响下，欧元区居民和企业信心有望改善，消费和投资将维持增长态势。二是财政政策转向，财政支出将支撑经济增长。欧盟财长 3 月 11 日提议，允许各欧盟成员国在未来四年内增加占 GDP 比重 1.5%的国防开支，且不触发政府赤字超过 GDP 规模 3%时的“财政刹车”措施。这为欧洲增加财政支出打开了空间。三是特朗普政府针对欧盟的关税政策将显著加大欧元区贸易的不确定性。2 月 13 日，特朗普签署备忘录，要求相关部门确定对每个外国贸易伙伴征收“对等关税”。2 月 26 日，特朗普在白宫举行内阁会议时表示，对欧盟关税税率将设定在 25%，适用于汽车和其他各种商品。为此，欧盟决定对价值 260 亿欧元的美国商品征收反制关税，而特朗普表示若欧盟不立即取消对美国关税，美国将对欧盟酒类产品征收 200%的关税。在美欧关税税率相互加码的影响下，欧元区进出口贸易规模可能大幅缩水。预计 2025 年二季度，欧元区实际 GDP 环比

增速在 1.1% 左右；调和 CPI 同比增速在 2.2% 左右。

德国：经济小幅复苏，增长仍面临挑战。2025 年以来，德国经济表现有所回暖。供给端看，制造业表现好转。1 月，德国工业生产指数为 92.4，环比增长 2.3%，为 2024 年 9 月以来最高点；一季度产能利用率为 76.4%，较 2024 年四季度提升 0.3 个百分点。需求端看，劳动力市场表现较好，工资和收入保持平稳支撑私人消费。2025 年 1 月，德国调和失业率保持 3.5%，零售销售指数环比和同比分别增长 0.1% 和 4.7%。投资者信心明显好转，2025 年 3 月 Sentix 投资者信心指数上升至 -12.5，较 1 月大幅上涨 20.8 个点，重新回升至 2023 年 5 月以来最高位。展望 2025 年二季度，政府支出将成为拉动德国经济复苏的重要力量。德国新政府预计将于 4 月底前完成组阁（专栏 2），其组阁期间明确了宽松的财政政策方向，提出改革“债务刹车”机制，并通过债务融资设立总额 5000 亿欧元特别基金，用于交通、电网等基础设施建设。美国作为德国最大出口目的国，特朗普对欧盟征收“对等关税”将冲击德国对美出口，预计净出口对经济增长支撑作用将减弱。预计 2025 年二季度，德国实际 GDP 环比增速在 0.1% 左右，CPI 同比增速在 2.3% 左右。

专栏 2：德国大选选情及组阁前景

当地时间 2 月 23 日，德国举行联盟议会大选，由德国基督教民主联盟（基民盟）和德国基督教社会联盟（基社盟）组成的政党联盟胜选，默茨将出任德国新总理。计票结果显示，联盟党、德国选择党、社会民主党、绿党和左翼党进入本届议会。

联盟党与社民党进入组阁谈判阶段，“大联合政府”回归将提升德国政局稳定性。上一届交通灯政府由社民党、绿党和自民党组成，是德国联邦政府层面首次出现三党执政联盟。三党的政治光谱横跨左右两端，在政策制定和协调上相互掣肘，最终因“债务刹车”分歧导致政府解散。从目前进展看，联盟党与社民党组成“大联合政府”是最有可能的组阁方案。大联合政府具有较强的稳定性、行动力和领导力，相关经济政策实施的阻力较小。

根据德国联盟党竞选纲领，新政府预计将聚焦供给侧复苏与民生保障。尽管德国新

政府的联合执政协议仍取决于组阁谈判结果，但联盟党胜选基本明确了德国未来经济发展方向。联盟党竞选纲领包括十大要点，分三个主要方面。一是**推动供给侧改革**。通过提高个税起征点、免征收加班津贴、降低企业所得税、恢复农业柴油税退税等减税政策，激发劳动力市场活力与企业生产动力。保留核能、降低电力税和电网使用费，以缓解能源短缺对制造业发展带来的负面影响。设立数字化部门，帮助德国企业加快数字化转型步伐。二是**应对社会和民生问题**。近年来，德国经济下行引发社会矛盾，暴力事件与极端势力犯罪案件频发。联盟党表示将推出在重点区域安装监控摄像头、废除大麻合法化等政策，并通过增加儿童津贴、提高儿童免税额、承诺不削减养老金，加强社会保障。针对移民问题，联盟党将对非法移民实行强制遣返，并改革入籍政策。三是**提升防务自主能力**。在组阁期间，联盟党与社民党发布共同文件，指出将改革“债务刹车”机制，将防务支出豁免于该机制之外。3月18日，德国联邦议院已通过相关财政方案草案，该草案随后将提交联邦参议院，通过的可能性较大。

中德关系将继续以“务实合作”为主。德国经济深度依赖中国市场，在汽车、机械制造和化工业与中国产业链供应链深度互嵌。联盟党代表德国社会中上层以及工商界利益，倾向于维护德中两国经贸合作。

法国：经济增长动能减弱，政局不稳或拖累经济。2025年2月，法国新政府通过预算案投票。但目前法国政局依然不稳，拖累经济增长。供给端看，法国工业表现疲软，2025年1月工业生产指数为99.9，较2024年12月下降0.6点，连续5个月下跌。建筑行业的订单量持续下降，1月营建产出环比大幅减少3.8%。服务业表现优于工业，2月法国服务业信心指数回升至-0.8，但仍低于2024年10月的-0.3。需求端看，消费和投资动能减弱。法国失业率维持高位，2025年1月值为7.3%，与2024年12月持平。居民对失业率和政局不确定性的担忧加剧，家庭储蓄率上升挤占消费支出，零售销售指数和家庭消费支出环比分别下降0.1%和0.5%。法国企业经营难度加大，2025年1月企业破产数量同比增加14.8%。展望2025年二季度，法国经济增速将放缓。法国政府债务占GDP比重超100%，法国政府对欧盟呼吁各成员国在债务规定中豁免国防投资提案持否决态度，预计不会扩大防务相关支出。酒类产品是法国重要出口品，

其中美国是重要出口目的国，占比超 20%。如果特朗普兑现对欧盟酒类产品征收 200%关税的言论，将严重影响法国出口，扩大贸易逆差。预计 2025 年二季度，法国实际 GDP 环比增速在 0.2%左右；CPI 同比增速在 1.3%左右。

英国：经济维持增长态势，外部冲击影响相对较弱。2025 年以来，英国经济增长势头良好。英国统计局预测，2025 年 1 月英国 GDP 同比和近 3 个月环比增速分别为 0.2%和 1%。供给端看，英国服务业和制造业表现分化。2025 年 2 月，英国服务业 PMI 为 51.1%，自 2023 年 11 月以来一直保持荣枯线以上水平。工业表现相对疲软，2025 年 1 月法国工业生产指数环比和同比分别下跌 0.9%和 1.5%；2 月，制造业 PMI 进一步降至 46.4%，较 1 月下降 1.8 个百分点。需求端看，英国私人消费和政府支出均保持增长，2025 年 1 月零售销售指数和中央政府经常性支出同比分别增长 1%和 9.9%，成为支撑经济增长的重要因素。展望 2025 年二季度，房地产市场回暖与贸易表现平稳是推动英国经济增长的重要因素。英国政府于 2024 年 12 月发布推动住房改革的新版土地规划政策框架，于 2025 年 1 月提出放宽房贷规则，预计将推动住宅投资增长。由于英国对美国存在贸易逆差，特朗普关税政策对英国影响相对有限。美英两国已开始着手制定以人工智能等先进技术为核心的新经济协议，以加强双方的贸易关系。英国与印度重启自贸协定谈判，两国将在先进制造、清洁能源、金融服务及专业和商业服务领域加强合作，为英国企业创造更多发展机遇。预计 2025 年二季度，英国实际 GDP 环比增速在 0.3%左右，CPI 同比增速在 2.9%左右。

3.日本：经济景气度回升，外需增长难以持续

2024 年四季度以来，日本经济持续修复。2024 年四季度日本实际 GDP 环比折年率增速为 2.8%，较第三季度的 1.7%明显提升，外需成为支撑日本 GDP 升温的主因。2024 年，日本实际 GDP 增速为 0.1%，较 2023 年 1.5%明显下降（图 6）。四季度以来日本经济呈现以下特征。

图 6：日本实际 GDP 环比增长折年率及分项贡献率（%）


资料来源：Wind，中国银行研究院

消费增速放缓。四季度，私人消费支出环比折年率为 0.5%，对实际 GDP 增速环比折年率贡献仅 0.3 个百分点。受物价上涨等因素影响，非耐用品、半耐用品消费呈现负增长，环比折年率分别为-1.1%和-6.6%，汽车、电器等耐用品消费支出维持较快增速，环比折年率为 15.2%。政府消费支出继续保持正增长，四季度环比折年率为 1.1%，较上季度扩张 0.6 个百分点。进入 2025 年以来，日本消费市场有所恢复，1 月日本零售销售同比增长 3.9%，较 2024 年 12 月的 3.5%进一步扩张。

投资支出回暖。四季度，日本固定资产形成总额环比增速转正，环比折年率为 1.1%，其中私人住宅投资和企业设备投资环比折年率分别增长 0.4%和 1.9%，公共投资环比折年率下降 1.3%。存货变动对 GDP 增长构成明显拖累，考虑存货变化后的投资对实际 GDP 环比折年率净贡献为-0.3 个百分点。

外需支撑日本经济增长。四季度，日本商品和服务出口环比折年率为 4.3%，较二、三季度小幅回落，但同时进口环比折年率降至-8%，较三季度下降 16.1 个百分点。在此趋势下，净出口对实际 GDP 环比折年率贡献 3 个百分点，扭转了 2024 年以来贡献持续为负的情况。根据日本财务省数据，12 月日本贸易差额为 1324.6 亿日元，时隔 5 个月重回顺差，其中半导体制造设备单月出口额创历史新高，同比增长 44.7%，连续 12 个月保持正增长。2025 年以来日本出口延续良

好复苏态势，1月出口同比增加7.2%，但进口额同比增长16.7%，贸易收支再度回归赤字，外需对日本经济的支撑效果恐难以持续。

供给端主要受服务业支撑。制造业活动表现羸弱。2025年1月，日本制造业PMI从49.5%下滑至48.7%，2月小幅回调至48.9%，但连续八个月处在荣枯线以下。虽然四季度汽车、电器等耐用品销售额持续走高，但相关销售更多转化为对存货的消耗，对制造业活动实际提振效果有限。服务业呈现较强韧性。受市场需求疲软与国际环境恶化影响，2024年10月日本服务业PMI曾意外降至49.7%的荣枯线以下，但随后回归至繁荣区间，2025年2月，服务业PMI升至53%的六个月高点，助力综合PMI回升至52%。2024年下半年，日本旅游业延续强势增长势头，日本国家旅游局数据显示，全年日本国际游客总量突破历史峰值，达到3687万人次，较2023年增长47.1%，旺盛的旅游业成为日本经济增长的重要动能。

通胀上涨势头走强。2025年1月，日本CPI同比增长4%，达到2023年1月以来的最高水平，能源和食品价格上涨依旧是推升CPI的主要因素；剔除生鲜食品的核心CPI同比增长3.2%，为19个月来的最高水平。受日本政府暂停能源补贴政策影响，1月能源对CPI涨幅影响达0.86个百分点，连续四个月正增长。

展望2025年二季度，日本经济将面临更多不利因素。从内需看，政策刺激仍在加码，但难掩内生动力不足问题。日本内需在2025年仍将面临消费与投资双重疲软冲击。日本2025财年预算达到115.5万亿日元的新高，同时得益于企业利润大幅增长，税收收入表现亮眼，帮助日本政府大幅收缩新发国债规模，改善财政可持续性。但从不利因素看，消费场景恢复主要依赖入境旅游支撑，本土居民消费支出低迷。2025年1月日本基本工资上涨3.1%，创下1992年以来最大增幅，但经通胀调整后的实质薪资同比下降1.8%，结束了此前两个月的增长趋势，高通胀对消费者购买力的侵蚀再度反弹。企业投资预期较为疲弱，1

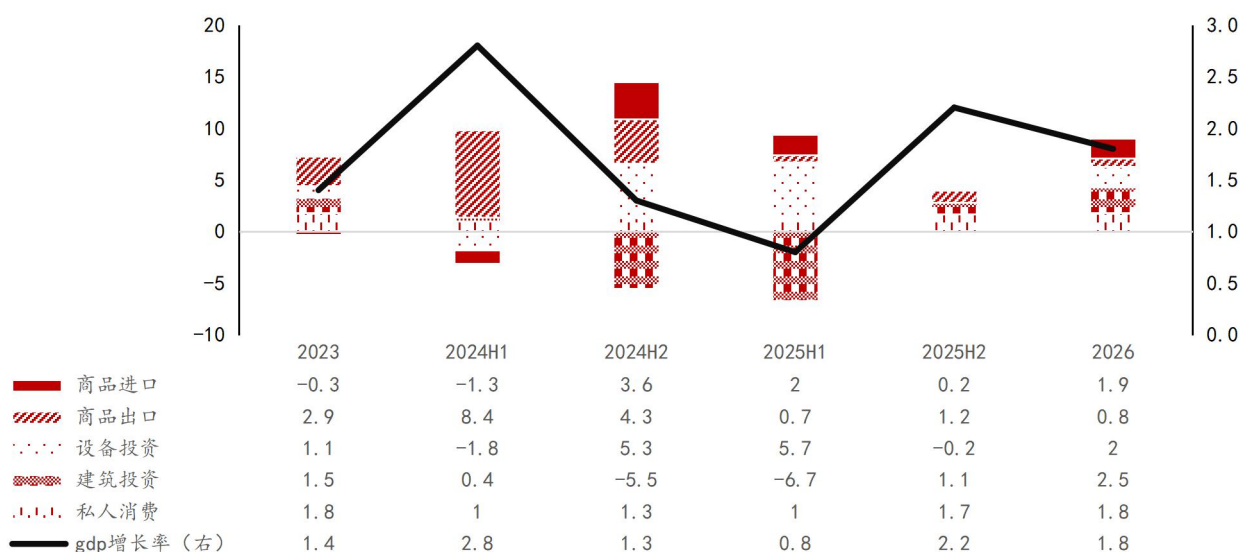
月 EWS 调查显示日本企业对未来的预期小幅走弱,后续企业投资活动或有所放缓。从外需看,受美国特朗普政府关税政策影响,全球贸易活动风险上升,日本出口回暖走势可能难以持续。此外,特朗普政府政策调整也将对日本企业的海外经营活动带来更多不确定性,特别是在美日企担忧情绪加剧,并可能通过贸易渠道传导至日本本土市场。外需在短暂支撑日本经济增长表现后大概率将再度走弱。预计 2025 年二季度,日本实际 GDP 增速环比折年率在 0.8%左右, CPI 同比增速在 3.3%左右。

4.韩国:经济面临多重挑战,下行风险升高

受内需低迷、政治动荡等因素影响,韩国经济增速放缓。2024 年,韩国实际 GDP 增速逐季下滑,全年增速 2.0%。一是需求不足是韩国经济疲软主因。2024 年前 11 个月,韩国零售销售额指数同比下降 2.1%,是自 2003 年“信用卡危机”以来最大降幅。其中,耐用品(电视、汽车等)消费同比下降 2.8%,准耐用品(衣服、鞋子等)下降 3.7%,非耐用品(个人护理产品等)下降 1.3%。二是投资下降。建筑成本高企和住宅市场低迷导致建筑投资恢复缓慢。2024 年二季度以来,韩国建筑投资同比处于负增长状态,三季度降幅达 5.8%,是 2024 年韩国经济增长主要拖累因素之一。2024 年 12 月,韩国企业研发投资 RSI 和人力投资 RSI 分别为 79.6、84.2,较 11 月降低 15 个点、9.5 个点,2013 年以来首次降到 90 以下¹。三是出口高增长势头转弱。2024 年 9 月以来,韩国出口同比增速呈下降趋势。2025 年 1 月和 2 月,韩国出口额同比增速分别为-10.2%、0.7%。韩国汽车配件、平板显示器、船舶及零部件等出口规模连续两个月同比下降。全球半导体周期放缓,2025 年 1 月,韩国半导体出口由之前的两位数增速骤降至 8.1%,2 月同比增速降至-3%。

¹ RSI 指数是将企业对下一年研发和人力投资意愿数值化,超过 100 表示比前一年增加,低于 100 表示比前一年减少。

图 7：韩国实际 GDP 增长率及分项同比增速（%）



注：2025 年和 2026 年为预测值

资料来源：韩国央行，中国银行研究院

展望 2025 年二季度，韩国经济面临多重挑战。一是韩元贬值。2024 年底以来，韩国政局动荡对韩元汇率产生较大冲击，韩元兑美元汇率一度跌破 1480 关口。二是通胀压力上升。韩元贬值推高进口商品价格，降息则增加输入性通胀风险。2025 年 3 月，韩国央行宣布将基准利率从 3.0% 降至 2.75%，并表示年内可能继续降息。三是制造业表现疲弱。2025 年 1 月，韩国制造业生产指数为 103.7，同比下降 4.2%。2 月，韩国制造业 PMI 为 49.9%，处于收缩状态。长期以来，韩国出口产业高度依赖汽车、无线通信设备、计算机、石油化学、汽车零部件等传统行业，人工智能、互联网等尖端产业生产能力发展相对缓慢，影响出口竞争力的提升。四是加征关税冲击逐步显现。2025 年 3 月 12 日，美国对进口钢铁和铝产品征收 25% 关税政策正式生效，冲击韩国钢铁业，韩国第二大钢铁制造商现代制铁公司宣布进入“紧急管理”状态。2025 年 4 月，美国大概率将对美国进口汽车加征统一关税。汽车是韩国对美出口规模最大商品，2024 年汽车出口额中 49.1% 流向美国市场。加征关税将导致韩国经济进一步承压。为提升产业竞争力，韩国宣布设立 50 万亿韩元“尖端战略产业基金”，用于增

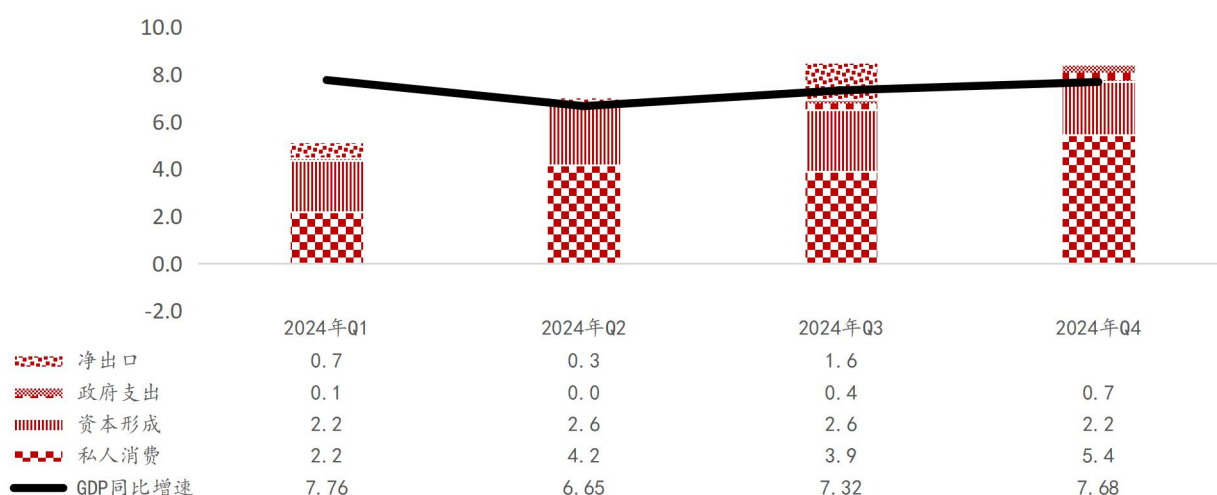
强芯片、二次电池、显示器、生物、军工、机器人、疫苗、氢能、人工智能等先进战略产业竞争力。但该产业政策缺乏长期规划，韩国尖端产业面临人才流失问题，该刺激政策效果尚待观察。预计**2025年二季度**，韩国实际**GDP**同比增长率在**0.6%左右**；**CPI**同比增速在**2.0%左右**。

5.印度：经济增速回升，关税政策潜在冲击不容小觑

2024年四季度，印度实际**GDP**同比增长**7.7%**，较三季度提升**0.4**个百分点，全年增长**7.4%**。其中，私人消费、政府支出、净出口对**GDP**贡献分别较三季度提升**1.5、0.3、1.3**个百分点，贸易逆差大幅收窄，资本形成贡献下降**0.4**个百分点。

私人消费支撑明显。一是庆祝印度教新年的排灯节促销周期较长，同时物价水平持续走低，对消费意愿刺激明显。2025年1月**CPI**同比增速降至**4.3%**，较上月下降**0.8**个百分点。丰收显著带动农村地区消费。印度零售业协会统计显示，节日期间零售额同比增长**7%**，食品、百货、珠宝首饰等商品热销。二是农村消费持续增长。联合利华印度、Dabur、Marico及雀巢印度等主要快消品企业财报均显示，农村市场需求增长超过城市。印度家庭调查数据显示，城乡之间消费差距正在缩小，由2004年的**91%**降至2023年的**71%**。出口快速增长带动贸易逆差收窄。2024年四季度印度出口同比增长**7.2%**，较三季度提升**8.2**个百分点，进口同比增长**0.17%**。贸易逆差由三季度的**1391**亿印度卢比大幅降至**115.6**亿。金属、水稻、航天器及其零件增长较快。政府支出增速回升。四季度，政府设备投资增速达**48%**，显著高于三季度的**10%**。多数地方政府财政支出明显扩大。主要原因或在于抵补大选期间基础设施投资的主动抑制。投资持续走弱。紧缩性货币政策对私人投资形成明显抑制。核心工业指数同比增速持续下降，由2024年12月的**4.8%**降至2025年1月的**4.6%**，其中，原油工业指数同比增速由正转负，电力工业指数同比增速大幅走低。2025年2月7日，印度央行（RBI）近五年来首次下调政策利率，将回购利率下调**25**个基点至**6.25%**。

图 8：印度实际 GDP 同比增速及分项贡献率（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年第二季度，印度经济或将延续复苏基调。一是就业增长带动私人消费延续走强趋势。截至 2024 年 9 月底，印度制造业、贸易和服务业的小企业较一年前增加了约 1100 万个工作岗位。二季度仍有不少节日促销活动，有望推动私人消费延续复苏。**二是政策刺激效果有望显现。**印度将继续通过减税刺激城市消费，本财年资本支出计划保持在 GDP 的 3.1%，印度政府积极鼓励私营部门更多参与资本支出项目。货币政策方面，通胀水平已接近 4% 政策目标，预计印度储备银行（RBI）将继续放松货币政策。**但美国关税政策对印度冲击值得关注。**印度是美国第 9 大进口来源国。美国“对等关税”框架下，印度或将成为征税对象之一¹。利用 OECD 世界投入产出表（ICIO）测算风险暴露程度的结果显示，印度对美国出口风险暴露呈逐年增加态势，2020 年增至 4.63%。其中，机械设备、药品、木材风险暴露程度较高。利用出口金额关税弹性的经验值进行简单分析发现，美国关税水平每提高 1 个百分点，美国进口金额约降低 2.5% 左右。若美国对印度实行“对等关税”，将关税税率水平提高 7.5% 个百分点，印度 GDP 约降低 0.87 个百分点。**预计 2025 年二季度，印度实际 GDP**

¹ 主要原因在于，一是关税税率与美国差距较大。根据 WTO 公布的 2023 年最惠国关税税率数据，美国的简单和加权平均关税分别为 3.3% 和 2.2%，而印度则为 17% 和 12%。美国对印度进口商品的平均税率约为 2.5%，印度对美国进口商品的平均税率约为 10%，二者相差 7.5 个百分点。二是印度对美贸易逆差较大，2024 年为 1979.1 亿美元，高于法国、印尼等、泰国、澳大利亚等。

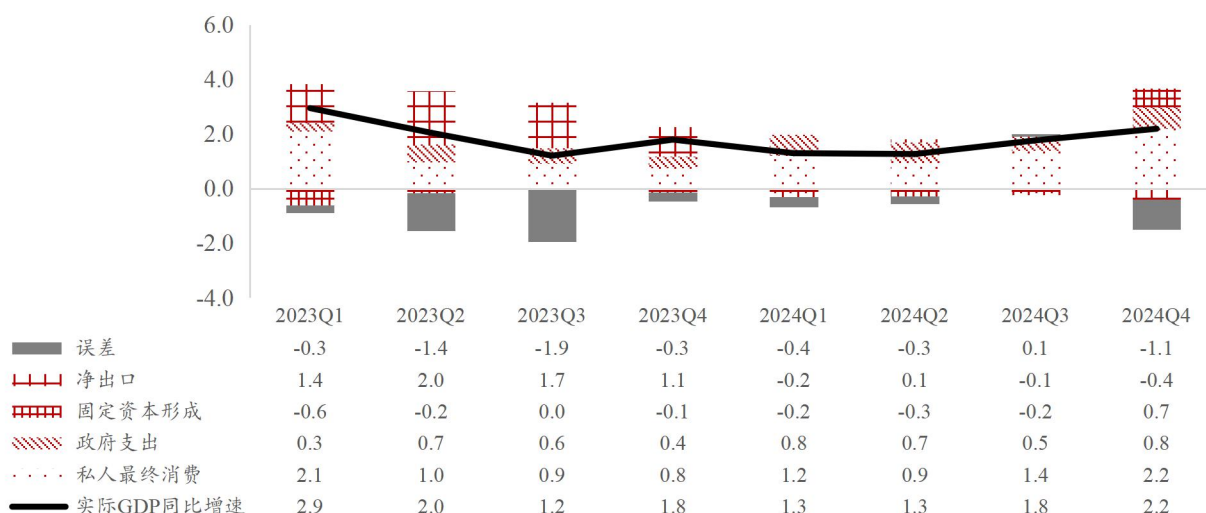
经济增速在 6.5% 左右，CPI 同比增速在 3.5% 左右。

6. 加拿大：经济增速放缓，特朗普关税政策冲击显现

2024 年，加拿大经济增速放缓，实际 GDP 增速较 2023 年的 2.0% 下降 0.4 个百分点至 1.6%。最终消费、投资是加拿大经济增长的主要动力，2024 年分别增长 2.8%、0.2%，较 2023 年增速分别提高 0.6、1.2 个百分点。加拿大对外贸易呈逆差状态，2024 年逆差规模有所扩大，对实际 GDP 增长的贡献由正转负，成为 2024 年 GDP 增速下滑的主要原因（图 9）。

2025 年一季度以来，加拿大经济增速放缓。私人消费增速放缓。失业率走高，消费者信心转弱是主要原因。2025 年前两个月，加拿大失业率分别为 7.1% 和 6.7%，高于 2024 年 6.4% 的平均失业率；消费者信心指数分别为 45.5、46.1，显著低于 2024 年 48.1 的平均信心指数。私人投资走弱，美国贸易政策不确定性是主要原因。加拿大央行 1 月货币政策报告显示，已有迹象表明美国贸易政策的不确定性正在影响企业信心以及投资意愿。“抢出口”为经济提供正向支撑。2025 年 1 月，加拿大出口同比增速 20.3%，其中对美出口增速达 22.5%；进口同比增速 15.2%，贸易顺差由 1.1 亿加元扩大至 39.7 亿加元。

图 9：加拿大实际 GDP 增长率及分项同比增速（%）



资料来源：CEIC，中国银行研究院

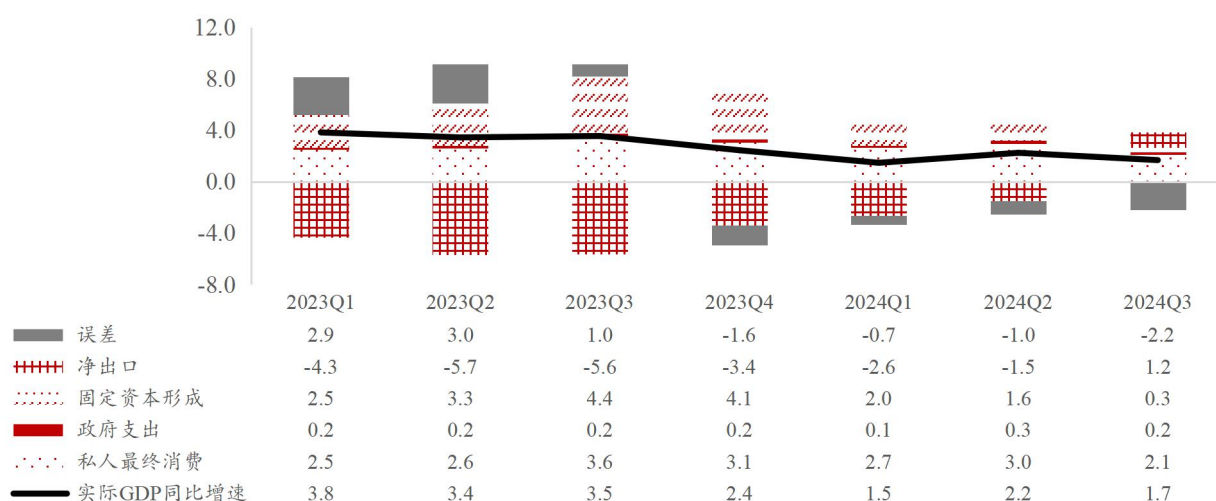
展望 2025 年二季度，美国与加拿大的关税政策博弈将对加拿大经济增长造成负面冲击。出口对经济的支撑作用进一步下降。加拿大对外贸易高度依赖美国，2024 年出口、进口对美依赖度分别为 75.9%、62.2%。加征关税将进一步削弱出口对加拿大经济的支撑作用，能源、运输设备、基础金属出口将受到较大冲击，加拿大商会预测相关行业对美出口规模将分别减少 60%、39%、27%。出口受阻可能引发就业压力，关税政策博弈可能推高通胀，私人消费可能走低。钢铝、能源、汽车、木材等出口导向型行业可能因出口受阻出现裁员，推高失业率。布鲁金斯学会预测，25%关税将使加拿大就业人数减少 1.34%，工资下降 2.6%。面对特朗普的关税制裁，加拿大已在部分领域实施进口关税反制，产品主要为橙汁、花生酱、葡萄酒、烈酒、啤酒、咖啡、家电、服装、鞋类、摩托车、化妆品以及纸浆和纸张等消费品。加拿大 CPI 的商品篮子中来自美国的商品占比约占 13%，关税政策博弈将推高加拿大进口商品价格，引致输入型通货膨胀。面临就业压力和通胀压力，私人消费增速可能放缓。投资可能受到波及。2024 年，加拿大 FDI 流入总量中 45.4% 来自美国，制造业（其中大部分用于再出口到美国）、金融和保险领域是主要流入部门。若加拿大对美出口受阻，FDI 流入可能受到负面影响，从而影响投资对 GDP 的支撑作用。3 月，加拿大政府修改《加拿大投资法》，收紧了对量子计算、人工智能、生物医药等敏感技术领域的外资审查条款，可能进一步阻碍外资流入。3 月，加拿大央行将基准利率由 3% 降至 2.75% 以缓解经济下行压力，但能否有效提振投资有待观察。政府支出扩张面临来自财政赤字的压力。2024 年，加拿大财政赤字的 GDP 占比为 1.6%，远超其年初承诺的 1%。加拿大新任财政部长表示，加拿大应逐步减少政府开支，重新评估政府规模。政府支出能否对经济提供支撑有待进一步观察。预计 2025 年二季度，加拿大实际 GDP 同比增速在 1.6% 左右，CPI 同比增速在 2.1% 左右。

7. 墨西哥：经济表现不及预期，“第三国”地位受到冲击

2024 年前三季度，墨西哥实际 GDP 同比增速为 1.8%，较 2023 年同期低 1.8 个百分点。其中，消费支出、固定资本形成总额的同比增速分别为 3.4%、5.4%，较 2023 年同期下降 0.4、10.7 个百分点，贸易逆差则进一步扩大（图 10）。2024 年全年，墨西哥实际 GDP 同比增速为 1.5%，较 2023 年低 1.8 个百分点。

2025 年以来，墨西哥经济增速放缓态势明显。私人消费走弱。2025 年 1 月墨西哥失业率为 2.7%，较 2024 年 12 月提高 0.27 个百分点。失业率走高导致墨西哥消费者信心指数自 2024 年 10 月起连续四个月下滑。通胀面临上行压力。2 月，墨西哥消费者价格指数同比增速较 1 月提高 0.2 个百分点至 3.8%，食品价格上涨是主要原因。政府支出收紧。2025 年 1 月，政府支出同比减少 9.4%，主要原因是补贴和转移支出同比减少 11.3%。墨西哥政府将控制财政赤字作为 2025 年的重要任务，并设立了 3.9% 的财政赤字目标。私人投资减速。工业生产指数自 2024 年 8 月起持续同比负增长，2025 年 1 月同比降幅达到 2.9%。为应对经济疲软，墨西哥央行于 2 月下调政策利率 50 个基点至 9.5%，达 2022 年 9 月以来最低水平。贸易逆差扩大。2025 年 1 月，墨西哥出口同比增长 5.5%，其中对美出口同比涨幅达 8.4%；进口同比增长 5.9%，其中中间品进口同比涨幅达 10.4%；进口更快增长带动贸易逆差扩大至 45.6 亿美元。

图 10：墨西哥实际 GDP 增长率及分项同比增速（%）



资料来源：CEIC，中国银行研究院

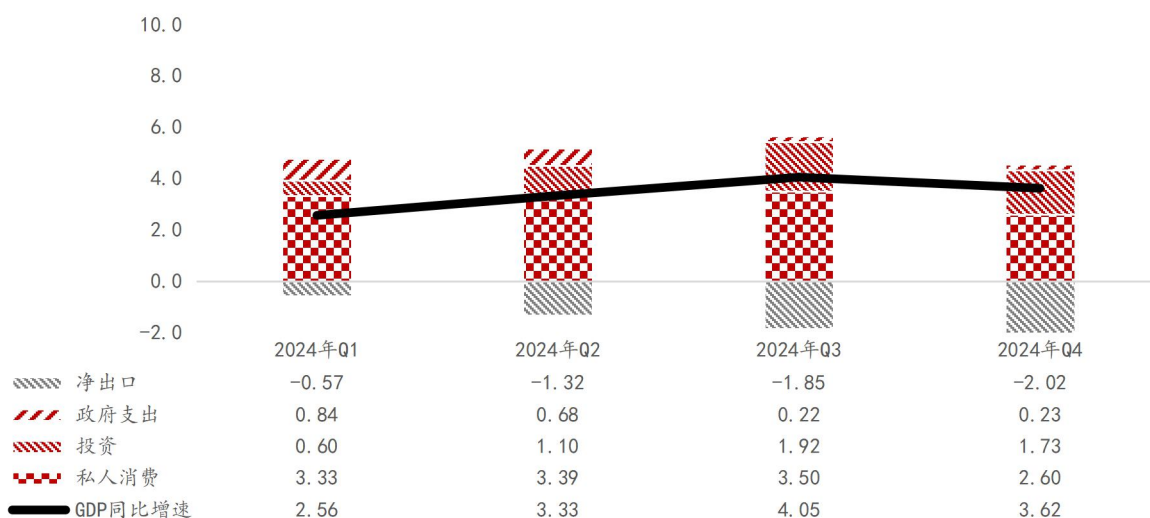
展望 2025 年二季度，墨西哥经济下行压力加大。2 月 19 日，墨西哥央行将 2025 年国内生产总值预测值由 1.2% 下调至 0.6%，原因是受特朗普关税政策冲击，消费和投资可能出现低迷态势。加征关税引致的经济不确定性将导致私人消费增速放缓。美国布鲁金斯学会预测，25% 关税会使墨西哥就业人数减少 2.32%，工资下降 4.5%。彼得森研究所预测，25% 关税会使墨西哥通胀提高 2.3 个百分点。面临就业压力和通胀压力，墨西哥私人消费增速大概率放缓。“第三国”优势不再将导致投资下滑。现阶段，特朗普对墨西哥的关税政策变化频繁，《美墨加协定》前景存在较大不确定性，投资者对投资墨西哥态度谨慎。关税税率提升导致墨西哥作为“第三国”出口美国的成本优势下降，流入墨西哥的外商直接规模将受到影响，由此削弱投资对墨西哥经济增长的支撑。路透社报道称，本田、LG 电子、三星电子等大型跨国企业均已考虑将在墨西哥的工厂转移至美国。贸易逆差可能进一步扩大，对经济形成拖累。墨西哥对外贸易高度依赖美国，2024 年出口、进口对美依赖度分别为 83.1%、40.1%。加征关税将进一步削弱净出口对墨西哥的支撑作用。威尔森中心预测，受加征 25% 关税影响，墨西哥出口汽车、电气设备、农业、纺织品和服装的降幅分别在 15%-20%、12%-18%、10%-15%、20%-25% 左右。政府支出面临财政赤字压力。2024 年，墨西哥财政赤字的 GDP 占比达到 6%。出于对墨西哥政府债务的担忧，国际评级机构穆迪将墨西哥债务前景由“稳定”下调至“负面”。2025 年，墨西哥财政预算法案计划缩减国防、安全和公民等领域的财政支出，政府支出对经济的支撑作用可能受到影响。预计 2025 年二季度，墨西哥实际 GDP 同比增速在 0.6% 左右，CPI 同比增速在 3.9% 左右。

8. 巴西：通胀反复下经济增长前景不确定性加大

2024 年四季度，巴西实际 GDP 同比增长 3.6%，较三季度下降 0.4 个百分点，全年增长 3.4%，这是自 2021 年以来的最高水平。总需求方面，2024 年四季度，私人消费对 GDP 拉动降低，最终消费支出贡献减少。贸易差额有所减少，

带动净出口拉动作用持续降低。2024 年 12 月以来，巴西出口同比增速由正转负，2025 年 1、2 月分别为-5.2%、-1.8%。对德国、中国等贸易伙伴出口减少，对美国出口保持正增长。资本形成拉动作用大幅提升。基准利率下降为投资增长提供了有利的金融环境。加之鼓励企业投资政策逐步落地显效，如提供税收优惠、资金补贴、市场准入便利等，有效提高了企业投资回报率。总供给方面，工业和服务保持扩张，但增幅较三季度有所收缩。2024 年四季度，巴西工业和服务业增加值分别同比增长 2.5%和 3.4%，分别较三季度降低 0.9 和 0.6 个百分点。得益于良好的气候条件和农业技术的应用，大豆、玉米、咖啡和甘蔗等巴西主要农作物的产量实现增长，但国际和国内市场需求增长有限，对农场品价格形成压力。通胀方面，广义消费者物价指数（IPCA）持续上涨，2025 年 2 月升至 5.1%，高于政策目标上限。这也推动巴西央行成为全球宽松周期的“局外人”，分别于 2024 年 9 月、11 月、12 月和 2025 年 1 月加息 25、50、100、100 个基点。

图 11：巴西实际 GDP 同比增速及分项贡献率（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年二季度，消费扩张态势或将收缩。物价水平上涨较快对私人消费抑制作用或将显现，巴西零售业物价指数仍处于高位。较高利率或抑制投资增长。巴西央行已明确将于 2025 年 3 月再加息 100 基点以应对通胀预期提升。

玉米和大豆等大宗商品出口较弱,特朗普关税政策可能拖累巴西出口增长。2025年1-2月,巴西大豆和玉米出口数量均低于去年同期水平,在价格整体低迷背景下,该趋势大概率延续。特朗普“对等关税”将对巴西出口带来更多压力¹。利用出口金额关税弹性经验值进行分析发现,美国关税水平每提高1个百分点,巴西GDP约降低0.4个百分点。预计2025年二季度,巴西实际GDP同比增速在2.1%左右,CPI同比增速在5.8%左右。

二、国际金融回顾与展望

(一) 跨境资本流动: FDI 持续低迷, 证券投资流向面临新调整

2024年,全球FDI表现低迷。根据联合国贸发会最新发布的《全球投资趋势监测》报告,2024年,全球FDI预计达1.378万亿美元,较2023年增长11%,但剔除欧洲的投资中转经济体后,全球FDI下降约8%。美欧发达经济体FDI流入情况各异。一方面,北美地区2024年FDI增长13%至3170亿美元,受大型半导体投资项目推动,美国绿地投资项目激增93%至2660亿美元。但另一方面,排除中转经济体外2024年欧洲地区FDI规模下降45%,27个欧盟国家中有18个出现下降,其中德国和意大利FDI分别下降60%和35%。发展中经济体吸收FDI相对平庸。2024年发展中经济体FDI规模为8550亿美元,连续第二年下滑但降幅维持在2%的轻微水平。亚洲地区作为发展中经济体最大的FDI接收方,投资流入下降7%,但与此同时东盟FDI温和增长2%至创纪录的2350亿美元。拉丁美洲和加勒比地区FDI下降9%,但墨西哥FDI仍出现11%的增长。受埃及个别大型投资项目推动,非洲地区FDI激增84%至940亿美元,剔除埃及后非洲FDI增长23%,但规模仅约500亿美元。2024年下半年以来,发展中经济体FDI流入分化趋势进一步加剧。2024年墨西哥FDI达到368.7亿美

¹ 巴西与美国关税水平存在一定差距,且对美贸易逆差规模较高。巴西或将成为美国“对等关税”的重点关注对象。根据WTO公布的2023年最惠国关税税率数据,美国的简单和加权平均关税分别为3.3%和2.2%,巴西为11.2%和6.7%。美国对巴西进口商品的平均税率约为1.7%,巴西对美国进口商品的平均税率约为8%,二者相差6.3个百分点。2024年巴西对美贸易逆差规模为219.4亿美元。

元的创纪录水平，但第四季度仅流入 6.76 亿美元，占全年总量不足 2%。2024 年第四季度，流入越南的 FDI 规模达 63.2 亿美元，同比增长 17%。2025 年前两个月，流入越南的 FDI 同比增长 35.5%至 69 亿美元，主要投资流向包括加工制造业、房地产、电力以及燃气行业，越南的制造业中转优势进一步得到强化。2024 年第四季度，流入印尼的 FDI 规模为 150.84 亿美元，全年达 498 亿美元，创历史新高，投资行业主要包括基础金属、交通运输等领域，新加坡和中国香港是主要资金来源地。

2025 年，美国特朗普政府政策冲击及其连锁反应可能给全球跨境投资活动带来深刻影响，不同经济 FDI 流入态势可能面临较大调整。一方面，东盟、墨西哥作为过去几年全球跨境产业投资的重要目的地，受美国新出台的贸易政策（如“对等关税”等）影响，其对美出口活动可能面临较大挑战，进一步可能对国际投资者对这些地区的信心产生较大负面影响。另一方面，俄乌冲突正在进入新阶段，将有助于推动欧洲地区回归稳定的经济发展环境，前期欧洲产业资本大幅外流的趋势可能获得缓解，FDI 流入规模预计将有所回暖。美国推出《美国优先投资政策》备忘录，加大对盟友国家 FDI 吸引力度，同时对中国等竞争对手进行打压（专栏 3）。美国 FDI 可能从特朗普政府保护主义政策中短暂受益，迫使其他国家企业投资美国市场，以绕开美关税壁垒、缓和与美国关系，但长期来看美国政策调整的不确定性上升将弱化美国市场对跨境投资吸引力。预计 **2025 年全球 FDI 流入规模较 2024 年将持平或小幅提升。**

专栏 3：《美国优先投资政策》备忘录的主要内容及潜在影响

2025 年 2 月，特朗普签署《美国优先投资政策》备忘录（以下称“备忘录”），旨在促进美国盟友通过投资支持美国就业、创新和经济增长，同时对中国等竞争对手进行打压。

外国对美投资将经历更广泛、更严格的审查。“备忘录”将外商直接投资限制范围由近年来的金融、信息和服务业领域扩大至美国技术、食品供应、农田、矿产、自然资源、港口和航运终端等核心资产，外国竞争对手获得美国敏感技术（尤其是 AI）方面的人才和业务的绿地投资将受到外资审查的严格限制。“备忘录”特别提到，对于外国竞争对手

通过第三国合作伙伴公司或投资基金投资美国企业和资产的情况，将予以重点关注。

“备忘录”强化对美国对外投资活动的监管和限制。2025 年 1 月生效的“美国对华投资最终规则”对美国主体在位于中国、受中国管辖或由中国主体所有的实体进行的先进半导体、量子技术和人工智能领域投资进行限制。“备忘录”在上述三大行业基础上，将限制领域扩大至生物技术、高超音速技术、航空航天、先进制造、定向能及其他“军民融合”领域，并由美国科技政策办公室定期审查和更新限制行业。同时，受限制的投资方式也有所增加。在拜登政府私募股权、风险投资、合资企业和绿地投资等直接投资方式的基础上，“备忘录”提出美国主体投资中国企业公开交易证券以及参与中国企业扩张等活动均可能受到限制，养老基金、大学捐赠基金和其他有限合伙人投资者的资金投向受到关注。

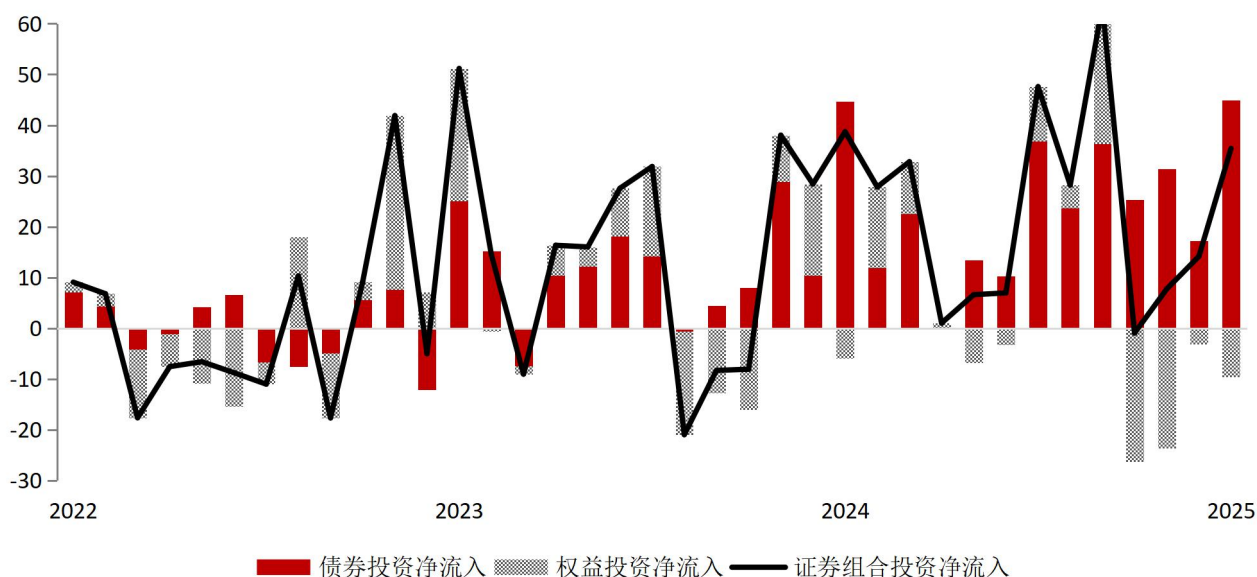
“备忘录”强调审计底稿和可变利益实体（VIE）架构问题。近年来，美国对中概股等外国公司在美上市股票信息披露以及公司架构合法性的质疑不断上升。2021 年 7 月，美国证券交易委员会（SEC）主席声明，要强化 VIE 架构企业信息披露要求。“备忘录”要求，确保《外国公司问责法》（HFCAA）涵盖公司遵守足够的财务审计标准，并审查外国对手公司用于在美国上市的 VIE 公司结构以及对这些公司欺诈行为的评估。在此背景下，美国可能会在原有审计底稿标准上提出新的要求，外国企业使用 VIE 架构在美上市面临的退市风险亦将上升。

证券组合投资：不同区域表现分化，风险投资遭遇逆风。2025 年一季度，在特朗普 2.0 政策下，跨境证券组合投资流向呈现新变化。随着“美国例外论”退潮，欧洲历史性财政扩张，以及中国 Deepseek 等科技突破涌现，国际资本流动的宏观叙事逻辑悄然改变。从市场表现来看，美国证券投资流入规模收窄，欧洲资金流出压力逐渐缓解，新兴市场跨境资本延续净流入态势。根据国际金融协会（IIF）统计，2025 年 1 月新兴市场证券组合投资净流入 354.2 亿美元，同比减少 8.5%，环比增长 150.5%。受地缘政治不确定性、经济下行风险等因素影响，风险情绪疲软，投资者更加偏好相对稳定的固收工具，股票投资出现较大幅度波动。

展望 2025 年二季度，特朗普交易与美国衰退担忧相叠加，不同区域资金流向分化，投资组合面临再调整。随着全球利率中枢下移，国际资金追逐收益，跨境证券投资规模总体呈现增长态势。在特朗普政策不确定性背景下，风险情绪受到一定程度抑制，美国科技股回调以及保护主义政策带动权益投资流出。

2025 年以来美欧股市出现调整，1 月除中国以外新兴市场跨境资金净回撤 115 亿美元，印度、韩国、南非等市场均出现较大幅度资金净流出。2025 年二季度，美国经济尚不会陷入衰退，但担忧情绪将阶段性演绎，促使国际资金在股债不同资产类别之间调整配置。预计未来不同国家和地区资本流动将延续分化态势，美国资金流入步伐将进一步放缓。根据 IMF 预测，2025 年美国证券组合投资将净流入 3543 亿美元，同比萎缩 33.2%。欧洲政经面临较大压力，随着俄乌冲突前景转变，跨境证券组合投资可能出现较大幅度波动。其中，德国资本净流出规模有望收窄。在加息路径下日本将摆脱资本净流出压力。2025 年 1 月日本证券投资从 2024 年 12 月净流出 3.42 万亿日元转为净流入 3.68 万亿日元。新兴市场证券组合投资净流入规模或将进一步增加，亚洲市场保持较强的投资韧性。部分新兴市场维持较高的政策利率，固定收益投资及套利交易具有吸引力，但也需警惕短期资金流向的迅速变化。

图 12：新兴市场证券组合投资净流入（十亿美元）



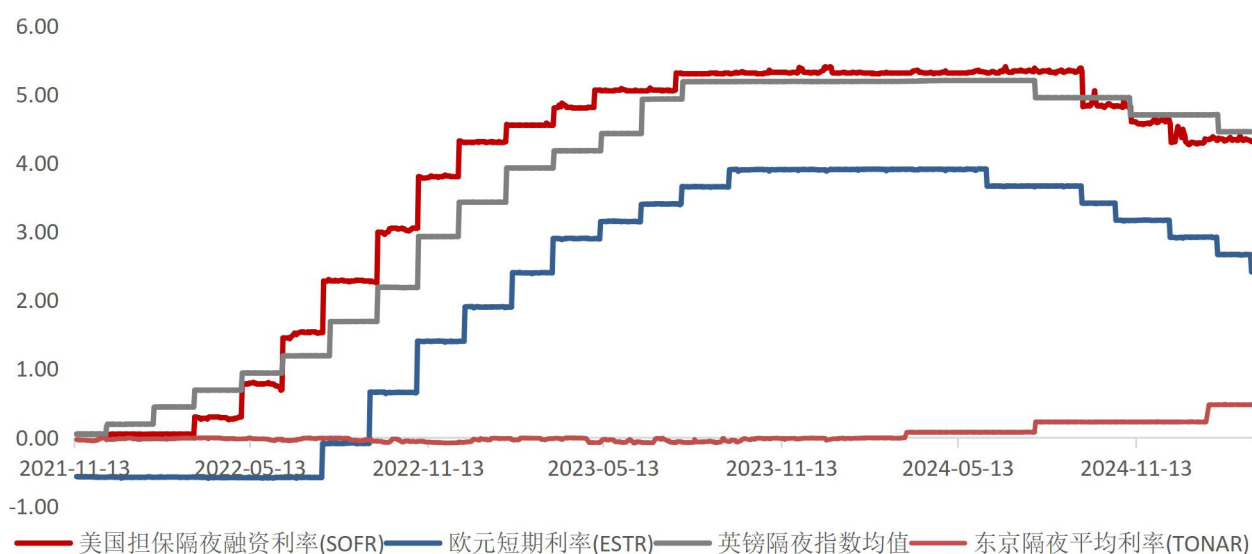
资料来源：IIF，中国银行研究院

（二）货币市场：维持紧平衡，不同地区流动性出现分化特征

2025 年一季度，美元流动性维持紧平衡，美元 SOFR 利率在 4.27%-5.40% 的

区间宽幅震荡。欧元、英镑等货币市场利率跟随政策利率同步下降，欧元€STR利率自 2.9%水平下降至 2.41%。日元 TONA 利率自 0.23%上行至 0.48%水平。截至 3 月 13 日，美元流动性的整体规模上行约 0.2 万亿美元。欧元流动性维持下降趋势，其主要代表工具欧央行存款便利的使用规模下降 0.11 万亿欧元。日元套息交易转向，投机性净多头仓位持续走高，跨境资金回流日本的趋势较为明显。

图 13：国际主要经济体货币市场利率走势（%）

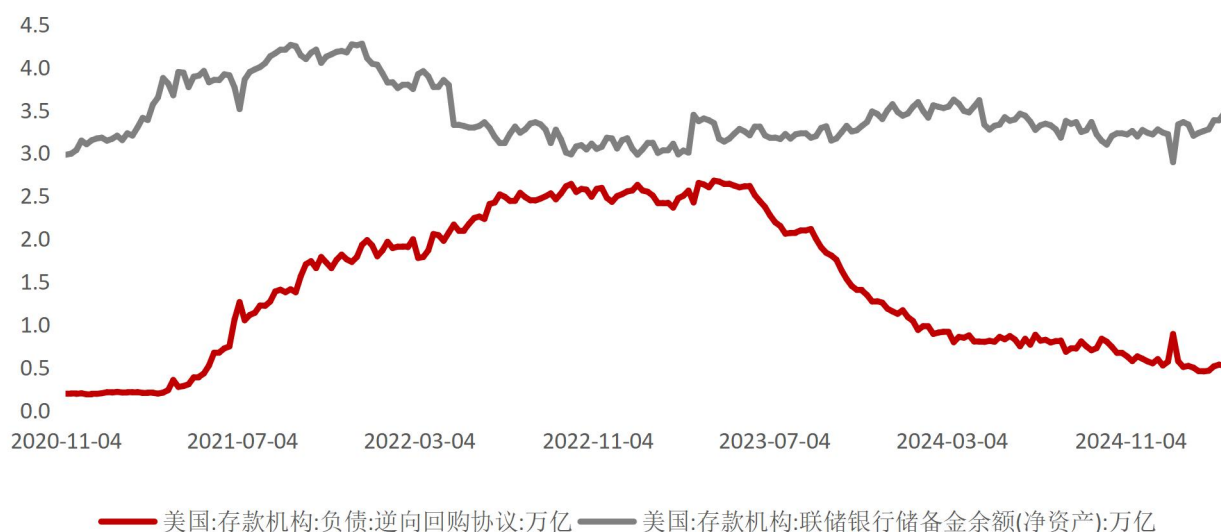


资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年二季度，全球货币市场主要呈现以下特征。

1.美元货币市场利率维持高位，结构性失衡压力或将缓解。预计美国 SOFR 利率降至 4%水平，但仍维持相对高位。美国货币市场面临一定结构性压力，美元流动性在不同类型机构间分化显著，美国银行流动性增加、非银流动性持续走低，截至 2025 年 3 月 13 日，代表美国银行流动性水平的存款准备金规模从 2025 年 1 月初的 2.89 万亿美元上升至 3.46 万亿美元，代表美国非银机构流动性水平的逆回购余额从 0.89 万亿美元下降至 0.52 万亿美元，尤其是隔夜期限的逆回购余额已降至接近于零。在美联储放缓缩表前，美国非银机构仍面临局部风险点。

图 14：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.美元流动性供不应求的局面或将加剧，货币市场波动性增加。2025 年二季度，美国债券市场的资金流入或推升对美元流动性的需求，美元流动性供不应求的局面或将加剧。欧元跨境资金流出或将增加，欧央行在二季度的降息幅度大概率仍大于美联储，美欧间货币政策利差或面临走扩，欧元流出态势或将加剧。此外，由于地缘局势变化，欧洲将额外提高军费开支，欧洲回购市场（国债回购）将呈现债券供给充裕，而资金面相对紧张的局面。美日债券收益率差将大幅收窄，由日元套息交易产生的资金流出规模或将下降。此外，避险情绪或将推动日元资金的加速回流，日元流动性面临双向波动，回流趋势增加。

专栏 4：美国成立“货币政策、国债市场韧性和经济繁荣工作组”

一、背景

2025 年 1 月 14 日美国众议院金融服务委员会设立了“货币政策、国债市场韧性和经济繁荣工作组”。该机构设立的动因与 2008 年金融危机，特别是疫情以来美国经济和金融市场的复杂变化密切相关。金融危机以后，美联储被赋予更多和更大的权力，主要包括宏观审慎监管、系统重要性金融机构监管等，这在一定程度上稀释了其制定和实施货币政策、实现价格稳定的核心使命。而美联储在金融危机中采用的量化宽松工具 QE，以及在 2020 年采用的灵活通胀目标制，与民主党政府以需求刺激为主的财政政策互相促进，造成了美

国 40 年以来的高通胀。这些威胁到美国的经济繁荣，以及美元作为全球储备货币的地位。此外，美联储的 QE 叠加基于充足准备金的利率政策执行体系，又导致了国债无节制发行，影响到国债市场流动性和稳定性。尤其是在 2020 年新冠疫情、2022 年美联储紧缩货币政策以及 2023 年地区性银行危机期间，国债市场的流动性压力加剧。这引发市场和政策制定者对货币政策有效性、国债市场稳定性和经济长期繁荣的广泛关注。而 2025 年美国面临更多挑战，主要包括：通胀仍较高并且降幅趋缓，而特朗普经济政策又推高通胀预期；美联储货币政策在控制通胀与保障就业之间如何取得平衡面临更大挑战；联邦债务总额突破 36 万亿美元历史高位。这些增强了国会干预、审查和监督美联储及其货币政策的意愿，从而设立了该工作组。该工作组由共和党众议员卢卡斯（Frank Lucas）领导，成员包括八名共和党人和六名民主党人。

二、功能

其一，审查美联储的双重使命及其决策独立性，尤其是在双重使命冲突时的情况；评估美联储的利率决策过程，探讨其稳定物价和保障就业双重使命的优先级，并分析货币政策对经济的影响。其二，考察国债市场流动性和稳定性状态，识别潜在风险，审查财政和货币政策对国债市场的影响，并提出改进建议。其三，促进经济繁荣。探讨货币政策和国债市场如何支持长期经济增长。其四，加强国会监督。通过听证会、报告或建议性立法，增强国会对美联储及相关政策的监管力度。该工作组将制定政策，确保价格稳定，确保美元的国际储备货币地位，为美国人带来更高的生产力、更少的不确定性和持续的经济繁荣。

三、意义及影响

该工作组的设立是美国国会应对当前经济挑战的主动尝试，反映了美国两党对上述议题的共同关注，以及由国会干预经济政策的意向。其一，这标志着国会试图在货币政策领域发挥更大作用，既促使美联储进一步提升其决策透明度，也加强对其审查。美联储需要在公开场合进一步解释其政策选择，尤其是利率决策。工作组有可能就通胀和就业目标的权衡，尤其是在经济周期波动加剧的背景下，为未来的货币政策框架提供新思路。但其实际影响取决于后续听证会的结果和政策建议的落地情况。其二，工作组的研究若是有助于识别国债市场潜在风险，并提出有效建议，如增强市场流动性或改革交易机制等，则有可能提升国债市场流动性和稳定性。该工作组若能优化货币政策和国债市场功能，则有可能促进经济可持续增长；但若过于激进或政治化，特别是更多干预和影响美联储决策，则可能影响市场信心，甚至加剧经济不确定性。

四、前瞻

2025 年 3 月 4 日该工作组举行了第一次听证会，主题为“审视货币政策与经济机遇”，表明其初期工作的重点是货币政策的传导机制及其对就业和经济的影响。工作组表示正在评估以下方面的有效性：美联储采用充足准备金制度，使用管理利率来调整政策；美联储资产负债表的增长以及正在进行的量化紧缩；美联储在 2020 年转向灵活的平均通胀目标制，以及此后出现的高通胀；《多德-弗兰克法案》扩大了美联储的监管和监督权，是否

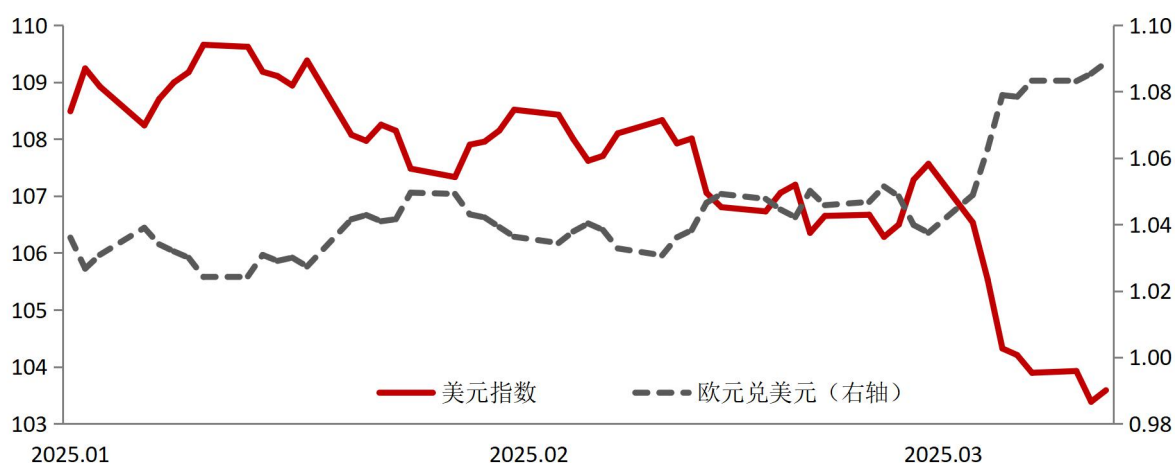
威胁货币政策的独立性。

此外，目前美联储正在对其“货币政策长期目标和战略陈述”从事新一轮的 5 年重检。该工作组的研究和讨论可能会影响这一重检的结果。该工作组的首要任务涉及美联储职能以及货币政策框架的重大调整，这可能对未来的货币政策走势造成重大影响，仍需后续关注。

（三）外汇市场：主要货币走势迎来转折，全球汇率波动性攀升

2025 年一季度，全球外汇市场对特朗普 2.0 政策效应不断校准，主要货币汇率波动调整。美元指数在特朗普交易下一度冲高至 109.7，随着美国经济衰退担忧与降息预期升温，波动回落至 103 水平，较年初贬值 4.5%。欧洲宣布一系列重大政策，特别是德国计划推出空前规模的财政刺激计划，欧元兑美元汇率在跌破 1.02 关口后逐步积蓄动能，震荡回升至 1.09，较年初升值 5.2%。日本央行 1 月加息 25 个基点，政策利率升至 2008 年以来最高水平，支撑日元兑美元汇率走强至 147 水平，较年初升值 6.1%。在特朗普 2.0 新政冲击下，新兴市场货币在 2025 年初遭遇抛售浪潮，越南盾等兑美元汇率跌至历史新低。随着美元指数波动回落，新兴市场货币得到喘息，MSCI 新兴市场货币指数较年初上涨 1.5%。在地缘冲突前景改善的市场预期下，俄罗斯卢布触底反弹，兑美元汇率大幅升值逾 30%，匈牙利福林、波兰兹罗提等东欧国家货币出现不同程度回升。

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 年二季度，全球外汇市场主要呈现以下特征。

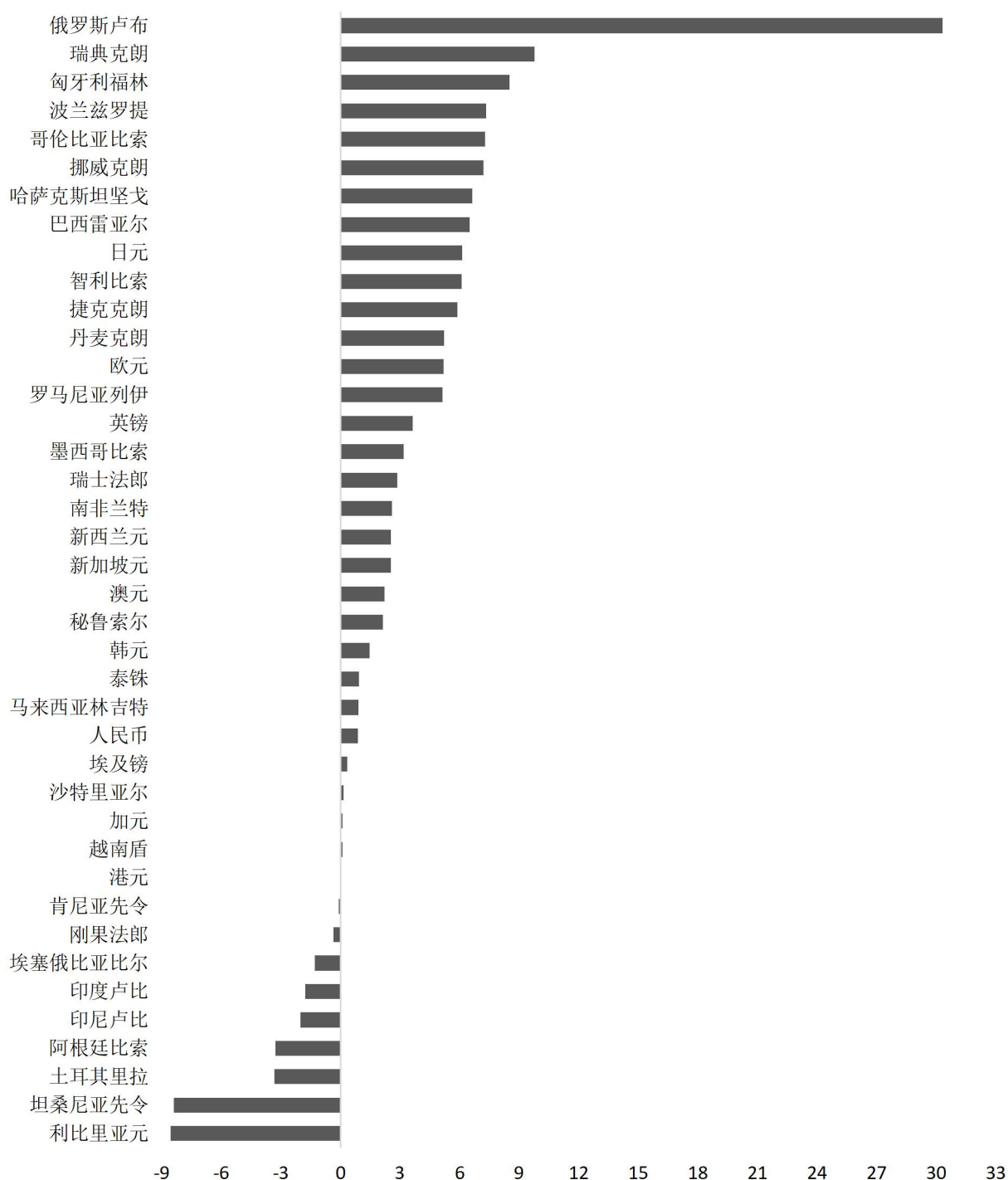
1.美元指数高位震荡，欧美货币博弈加大。2025 年二季度，美元大幅下行动能不足，特别是在特朗普 2.0 政策下避险情绪凸显，或将阶段性支撑美元指数走强。2025 年年中左右，美国经济降温与通胀压力减弱，将为美联储降息打开政策窗口，关税等政策及其效应逐步明朗化，美元指数在高位震荡后或将迎来年内拐点。欧元汇率受到多重因素影响，欧元兑美元汇率快速走强，但其趋势性崛起存在变数。欧洲财政改革面临挑战，短期内超预期增长的概率较低，市场情绪与投资者预期可能快速转变，促使欧元汇率波动回落。二季度，欧元与美元汇率“此消彼长”，多空博弈进一步加大汇率波动。

2.亚洲货币总体具有韧性，东欧货币将面临回调。亚洲经济复苏具有韧性，币值将保持相对坚挺。日本工会“春斗”要求加薪幅度创 1993 年以来新高，为日本央行加息创造了条件。在渐进加息周期下，日元受到一定支撑，兑美元汇率维持 150 以下水平，套息交易仓位将进一步调整。但是，美国关税政策将对亚洲货币产生较大影响，韩元、越南盾等汇率承受一定压力，特朗普“汇率操纵”威胁可能对日元、人民币等汇率产生扰动。随着“俄乌冲突结束”预期交易临近尾声，俄罗斯卢布以及东欧地区货币汇率将冲高后回落。在高通胀下，土耳其里拉延续贬值态势。阿根廷比索、巴西里亚尔、墨西哥比索等拉美货币兑美元汇率可能在升值后面临回调。

3.外汇市场波动增加，警惕套利交易快速反转。截至 2025 年 3 月 13 日，俄罗斯卢布、巴西雷亚尔、哥伦比亚比索、土耳其里拉、智利比索、南非兰特、匈牙利福林、墨西哥比索、波兰兹罗提、瑞典克朗、日元、挪威克朗等货币兑美元汇率 3 个月隐含波动率均超过 10%。摩根大通 G10 与新兴市场外汇 1 个月波动率分别同比上升 28.9%和 39.6%。2025 年二季度是全球诸多重大政策与事件的调整变革期，汇率波动将显著增大。近期，随着美元指数回落，国际资金以美元和部分亚洲货币空头头寸，做多拉美等高利率货币，对新兴市场风险敞

口显著扩张。2025 年二季度，美元指数可能在强弱之间快速转换，将带动国际资金套利交易再度调整，加大新兴市场货币汇率波动。

图 16：主要货币兑美元汇率较 2025 年初变动（%）



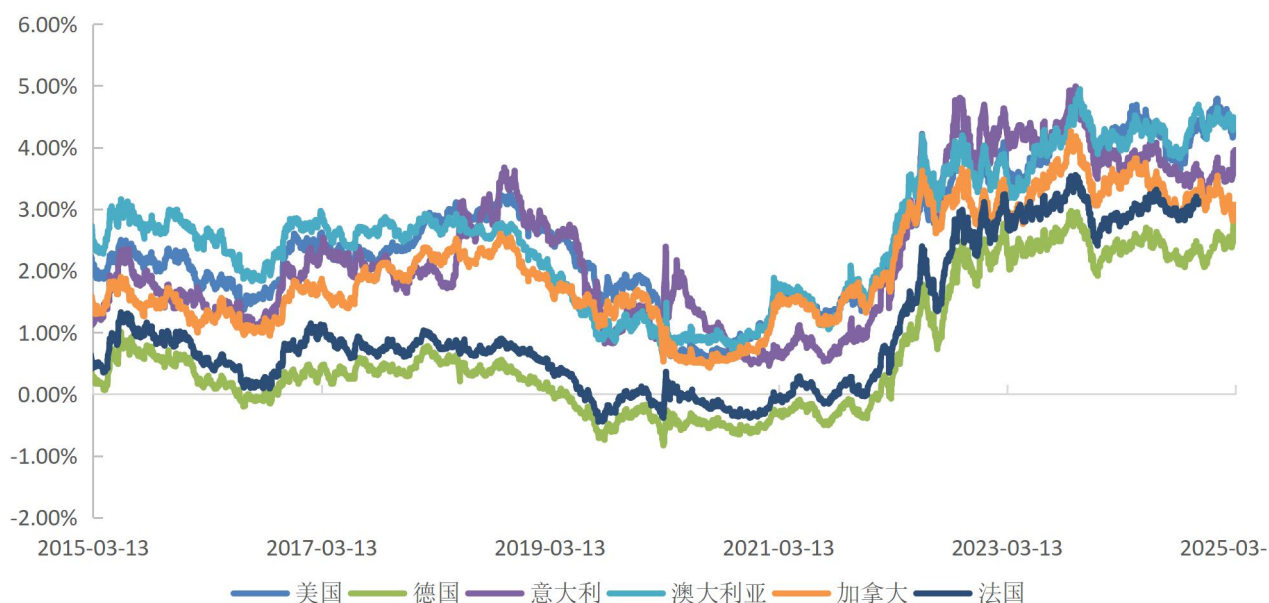
注：数据截至 2025 年 3 月 13 日

资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

（四）债券市场：全球债务水平上升，政策因素持续影响美欧债券市场

2025 年一季度发达经济体利率走势继续分化，市场对关税政策不利影响的担忧有所升温，叠加对降息预期的提升，美债收益率曲线承压下行。受财政改革政策的影响，以德债为代表的欧洲各主权债收益率大幅拉涨；日债收益率受日本央行加息提振，而缓步上行。

图 17：主要发达经济体 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年二季度，全球债券市场将呈现以下特征。

1.全球债务水平整体上升，债务增长预计将进一步放缓。根据国际金融协会（IIF）的最新数据，2024 年全球债务增加 7 万亿美元（低于 2023 年增幅的 50%），全球债务存量创下 318 万亿美元的新高，全球债务占 GDP 比重接近 328%，自 2020 年以来首次上升。近年来对财政平衡的严格审查成为全球主权债市场的一个显著特征。未来，由于全球经济政策不确定性增大且借贷成本仍然居高不下，预计 2025 年全球债务增长将有所放缓。财政刺激和欧洲军费支出的增加或将提升主权债整体规模，新兴经济体所面临的债务展期风险有所加剧。

2.关税担忧、供给压力降温等因素使美债收益率面临下行压力。2025 年二季

度，美债收益率下行或区间波动概率较高。市场避险情绪可能增大美债需求。联邦基金市场隐含 2025 年美联储降息幅度从年初的 40 个基点波动上行至 73 个基点左右（截至 3 月 13 日）。美国新任财政部长推行的“333 方案”（消减预算赤字、经济增速提高至 3%、石油日产量提高至 300 万桶）正在被市场接受，加之其维持长期债券发行规模保持不变的指引，均使市场对国债供应的担忧有所消退。

3.德国财政改革及外溢效应将使欧债市场波动加剧。德国候任总理近期表示德国将修改宪法，把国防和安全支出排除在财政支出限制之外，将不惜一切代价保卫国家，并计划建立一个 5000 亿欧元的基础设施基金，在 10 年内投资于交通、能源网络和住房等优先领域。对于德国以往受严格财政纪律制约的局面，此举或带来重大改变，德国国债收益率和欧元汇率已出现显著回升。德国财政改革将对欧盟其他成员国的决策带来一定外溢影响，未来欧洲债券市场将受到相关举措落地和实施效果的影响而出现显著波动。

（五）股票市场：全球股市基本面较为稳固，政策不确定性增加市场波动

2025 年一季度，全球股市先涨后跌，MSCI 全球指数于 2 月中旬飙升至 887.72 点，较年初增长 5.5%，随后因特朗普关税政策等不确定性因素，市场恐慌情绪升温，全球股市震荡回落，回吐年内所有涨幅。从区域表现来看，新兴市场表现亮眼，新兴市场 MSCI 指数涨幅超过 3%，发达市场 MSCI 指数由涨转跌，跌幅为 1.7%。其中，欧股领涨，美股表现不佳，多次经历剧烈抛售，截至 2025 年 3 月 13 日，道琼斯工业指数、标普 500、纳斯达克指数年内跌幅分别为 2.8%、4.8%和 8.6%。

图 18：MSCI 全球指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年二季度，全球股市主要呈现以下特征。

1.全球股市仍存上行动力，非美市场吸引力上升。全球股市基本面较为稳固，主要经济体处于降息通道以及人工智能行业发展等因素，为全球股市提供支撑。特朗普政策不确定性增加全球股市波动，非美市场的吸引力有所上升。**美股**在美国经济数据走软、市场恐慌情绪升温和中国人工智能 **Deepseek** 崛起的冲击下，缺乏上行动力，可能由“高估值、高收益、低波动”的非常态化，转向“高估值、低收益、高波动”的新模式。**欧股**估值较低，欧央行降息幅度明显大于美国等发达国家，企业盈利增长预期乐观，IPO 以及投资银行活动或出现反弹。**印度股市**由牛转熊，股票市值普遍被高估，印度 SENSEX30 指数市盈率已达 23.4 倍，逼近标普 500，近期在美国关税未明朗、外国投资者抛售之际，遭遇历史性连跌，未来政府扩大预算支出和印度央行或放松政策将对股市提供一定支撑。**日本股市**短期内依然承压，可能被日元走强和外国资本持续流出导致的盈利压力所抵消。

表 6：全球主要股指概览

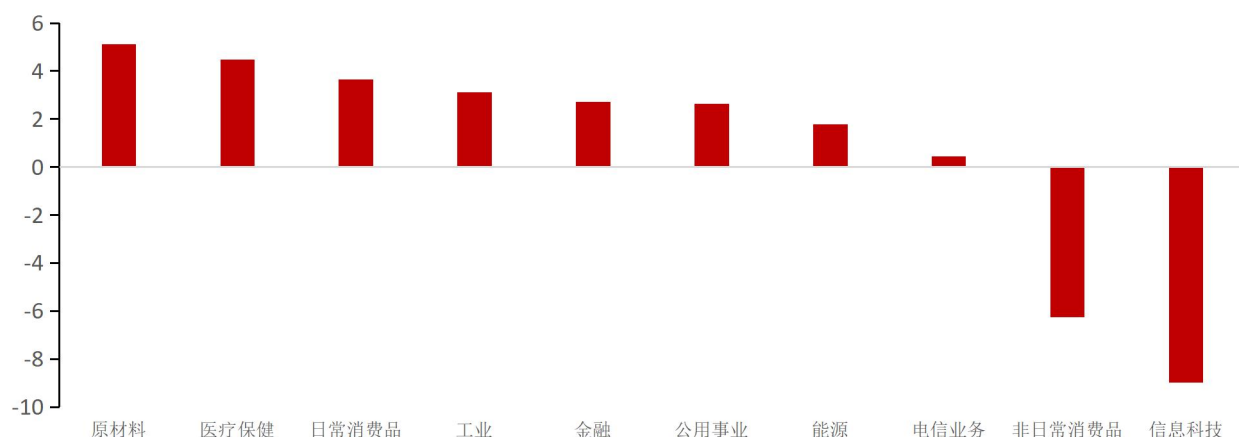
	证券简称	市盈率PE（倍）	收盘价（元）	区间涨跌幅（%）
美国	纳斯达克指数	39.3	17648.5	-8.6
	标普500	25.6	5599.3	-4.8
	道琼斯工业指数	28.8	41350.9	-2.8
欧洲	英国富时100	15.9	8541.0	4.5
	法国CAC40		7989.0	8.2
	德国DAX		22676.4	13.9
亚洲	印度SENSEX30	23.4	74029.8	-5.3
	日经225	16.6	36819.1	-7.7
	韩国综合指数		2574.8	7.3
	恒生指数	11.2	23600.3	17.6
	深证成指	24.5	10843.2	4.1
	上证指数	14.8	3371.9	0.6
其他	巴西IBOVESPA指数		123864.0	3.0
	澳洲标普200		7786.2	-4.6

注：涨跌幅区间为 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 3 月 13 日，收盘价和市盈率为 2025 年 3 月 13 日

资料来源：Wind，中国银行研究院

2.科技股走势或呈现分化，金融、电力和资源板块值得关注。市场对美股科技巨头的投资策略发生转变，从增加资本投入以追求高收益，转变为对大规模资本支出后盈利前景的担忧。2025 年一季度，信息科技行业 MSCI 指数下跌幅度高达 9%，反映了投资者对科技巨头高估值的顾虑。DeepSeek 的推出显著降低了 AI 应用研发与落地的门槛，为依赖 AI 模型提供服务的企业创造新的发展机遇。全球股市板块轮动效应显现，2025 年一季度，原材料、医疗保健、日常消费品行业 MSCI 指数涨幅分别为 5.1%、4.5%和 3.7%，领跑其他板块，特朗普放宽金融监管，为银行业务扩展提供更多便利，或提升银行股的表现。人工智能行业发展伴随着电力需求增加，可能推动电力、能源板块发展，市场的核心贡献力量有望转向价值股、周期股。

图 19：全球 MSCI 行业指数涨跌幅（%）



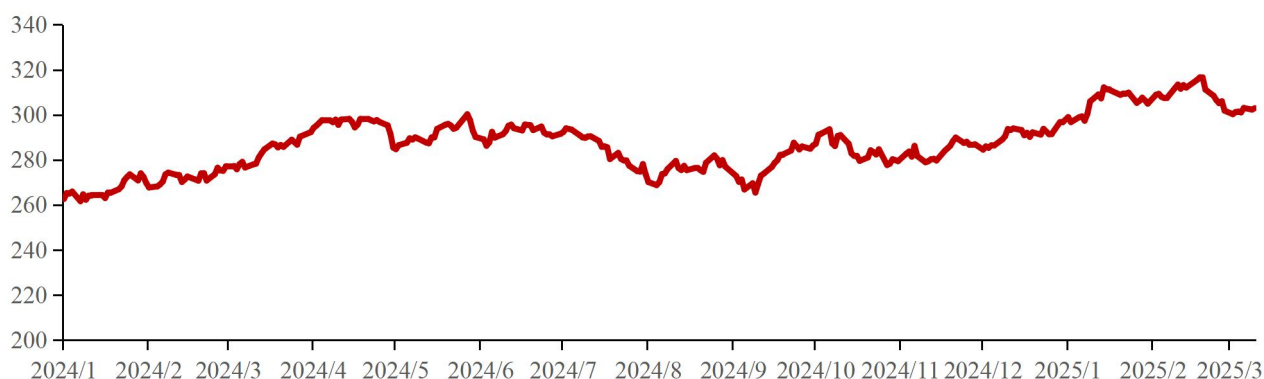
注：涨跌幅区间为 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 3 月 13 日

资料来源：Wind，中国银行研究院

（六）大宗商品市场：全球大宗商品价格波动增加，黄金价格上行趋势仍将持续

2025 年一季度，全球大宗商品价格先升后降，RJ/CRB 商品价格指数于 2 月 20 日升至 316.58，创 2022 年 6 月以来新高。特朗普政府扩大传统能源供应、推进俄乌和谈，叠加全球需求放缓和 OPEC+增产计划，导致国际原油价格持续下行，布伦特原油期货价格跌破 70 美元/桶，创近半年来新低。黄金价格涨出新高，2 月 24 日 COMEX 黄金期货收盘价飙升至 2949.2 美元/盎司，较年初增长 10.8%，随后经历短暂急速下挫，最终止跌回稳。

图 20：RJ/CRB 商品价格指数

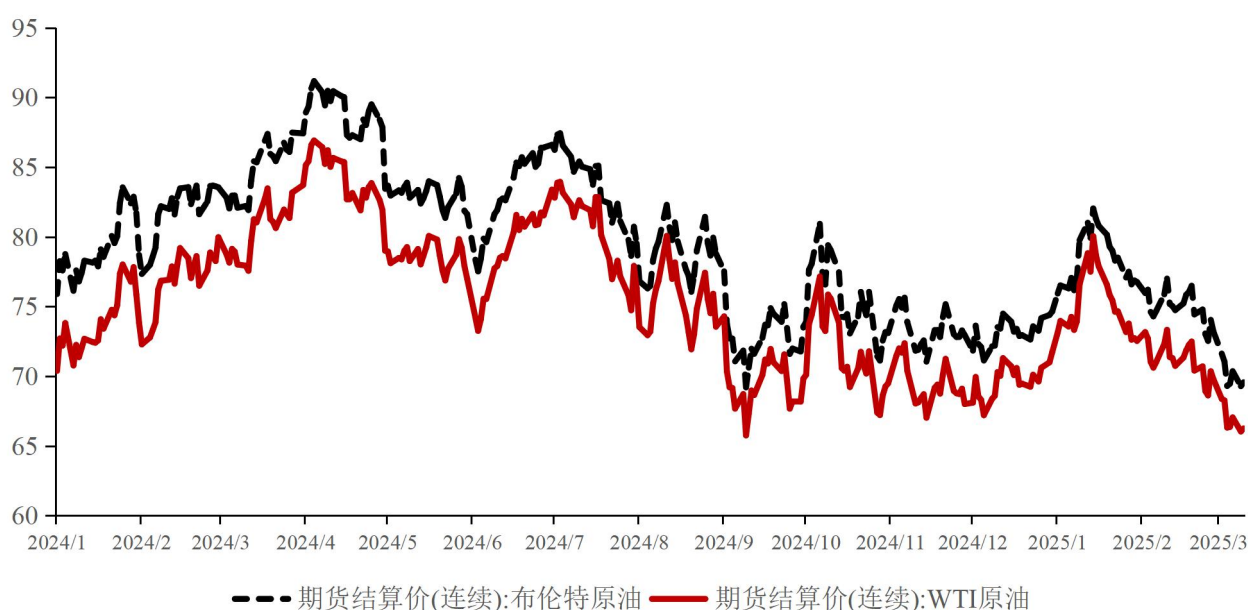


资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 二季度，全球大宗商品市场主要呈现以下特征。

1.国际原油需求增速不及供给，油价持续承压。IEA 将 2025 年全球石油需求增长预测从 105 万桶/日上调至 110 万桶/日，但预计供应增长快于需求增长，达 160 万桶/日，未来国际原油价格仍将承压。国际原油需求增长主要由中国驱动，中国 2 月制造业活动扩张速度创三个月来新高，提振市场乐观情绪。特朗普签署行政令，宣布进入“国家能源紧急状态”，设立国家能源委员会，旨在完善能源供应链，增加原油生产。OPEC+将推进 4 月增产石油计划，布伦特原油、WTI 原油期货结算价分别由 82.0 美元/桶、80.0 美元/桶降至 3 月 13 日的 69.9 美元/桶、66.6 美元/桶，较 1 月最高点分别下跌 14.8%和 16.9%。中东局势变化、俄乌冲突对能源供给产生影响，地缘政治仍是不确定性因素。

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.黄金价格短期波动增加，整体上行趋势仍将持续。主要经济体步入降息周期、地缘政治风险、央行购金仍是支撑黄金价格维持高位的主要因素。特朗普政策导致美国经济走弱，金融市场不确定性增加，促使投资者转向黄金避险。短期内，宏观因素交织作用影响黄金价格高位盘整，波动增加。2025 年一季度，COMEX 黄金期货收盘价最大单日涨幅为 2.5%，最大单日跌幅为 2.0%，表明市

场情绪较为敏感。长期来看，全球央行增持黄金储备的趋势仍在持续，根据世界黄金协会最新统计，2025 年 1 月全球央行净购黄金 18 吨，新兴市场央行是净购黄金主力军，乌兹别克斯坦、中国和哈萨克斯坦央行为全球前三大黄金买家。

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.关键矿产成多国角力新战场，全球供需格局面临重塑。特朗普将关键矿产视为美国经济增长和国家安全的核心。乌克兰是全球十大矿产资源供应国之一，其矿产资源约占全球总量的 5%，包括占世界储量 20% 的石墨、7% 的钛矿、3% 的锂矿，以及有色金属和稀土等。特朗普政府对乌克兰提出“矿产换军援”、“矿产还债务”的构想，是美国争夺未来产业主导权的战略布局，其背后折射出的资源争夺与地缘政治竞争，或成为影响未来全球矿产格局变化的重要因素之一。在此背景下，矿产资源大国博弈更加激烈，主要经济体纷纷制定关键矿产战略，加强资源储备，布局海外资源，全球关键矿产供需格局面临重塑。

三、专题研究

专题一：主要经济体应对特朗普关税政策主要措施及启示

2025 年以来，关税成为特朗普政府重要政策工具，美国推出了一系列加征关税的重要举措。一是 2025 年 1 月签署《美国优先贸易政策》备忘录（以下称

“备忘录”）。备忘录旨在调查美国贸易逆差根源，提出“全球补充关税”在内的应对方案。美国贸易代表办公室负责审查和识别他国不公平贸易行为，并据此采取必要补救措施。二是以“芬太尼”和“边境安全”为由启用《国际紧急经济权利法案》（IEEPA），对墨西哥、加拿大和中国加征关税。2025年2月4日，美国对墨西哥（25%）、加拿大（25%）和中国（10%）加征关税，后将对墨西哥和加拿大的征税时间推迟30天。3月4日，对中国额外加征10%关税；对墨西哥和加拿大正式加征25%关税。3月6日，调整对加拿大和墨西哥加征关税措施，对符合《美墨加协定》优惠条件的进口商品免征关税至2025年4月2日，对不符合《美墨加协定》原产地规则商品继续征收25%关税。三是对美国贸易伙伴征收“对等关税”。2025年2月13日，特朗普签署《互惠贸易与对等关税》备忘录，要求审查与美国所有贸易伙伴间非互惠贸易关系，包括针对对美国商品征收关税情况；针对美国商业、工人、消费者的不公平及歧视性征税，包括增值税；其他对美国造成成本的非关税障碍，包括补贴、繁冗的监管要求；使汇率长期偏离市场价值；压低工资以及其他使美国产品竞争力下降的行为进行审查并采取措施，该备忘录释放了美国拟对全球加征关税的重要信号。四是3月12日对美国进口钢、铝统一加征25%关税，不再豁免加拿大、墨西哥、欧盟、韩国、日本、巴西等国家和地区。2025年2月18日，特朗普在社交平台表示，最快将于2025年4月2日宣布对所有进口至美国的汽车、半导体、木材和药品征收25%关税。

特朗普加征关税政策推出后，主要经济体纷纷采取应对措施。

欧盟：考虑增加对美进口。欧盟可能增加对美国液化、石油和天然气的进口，通过扩大国防预算增加对美国武器进口。考虑降低部分产品进口关税匹配“对等”要求，如将10%汽车进口关税降至2.5%。**实施反制措施。**欧盟将聚焦特朗普票仓地区重点出口产品采取反制措施，如佛罗里达橙汁、德克萨斯牛仔褲和威斯康辛哈雷摩托车等。2025年3月12日，欧盟委员会发布声明称，计划

对价值 260 亿欧元的美国商品加征关税。考虑使用 2023 年推出的反胁迫工具¹，通过多种措施对美国对欧洲服务贸易出口进行反制。**推进贸易多元化措施。**加大对拉美南方共同市场出口力度，加强与印度和英国的经贸合作，强化与其他面临美国关税压力的国家和地区开展合作，如加拿大、墨西哥，联合推出反制措施。**扩大内需。**欧盟层面积极推动经济改革、重点刺激投资，打破单一市场各种壁垒²。

加拿大和墨西哥：加强与美国磋商。关于芬太尼问题，加拿大承诺将耗资 13 亿加元实施边境计划，增加资源以阻止芬太尼流动。墨西哥总统辛鲍姆向美墨边境派遣 1 万名国民警卫队人员，加强北部边境巡逻，防止芬太尼和非法移民进入美国。**在对华态度与美国保持一致增加谈判筹码。**2025 年 2 月 24 日，加拿大对 20 余家中国实体实施制裁等措施。墨西哥调整了关税政策，包括对 138 个关税细类纺织品及成衣产品加征 35% 进口关税，对通过快递公司从未与墨西哥签订国际条约的国家进入墨西哥的货物征收 19% 的关税等。2025 年 2 月 28 日，美国财政部长贝森特表示，墨西哥已向美国提议对中国加征关税，以匹配美国当前对中国加征关税政策。**在部分领域对进口美国商品实施反制。**在特朗普公布对加拿大加征 25% 关税后，加拿大总理立即于 2 月 1 日公布反制清单，计划分两阶段对进口 1550 亿美元的美国商品征收 25% 关税。墨西哥总统辛鲍姆曾表示将通过关税和非关税措施捍卫墨西哥利益。路透社引述知情人士报道，墨西哥准备对美国进口商品征收 5%-20% 的报复性关税，涉及猪肉、奶酪、新鲜农产品以及钢铁和铝材。

韩国：寻求与美磋商。韩国考虑加大对美原油和天然气进口以降低双边贸易失衡程度。韩国希望续加大对美直接投资以降低关税成本，这符合特朗普产业链回流美国立场。韩国商业和工业部长近期访美表示，韩国可能会在造船、能源、核能、AI、芯片、材料领域加大对美投资。**贸易多元化。**韩国积极通过

1. 反胁迫政策是指反制来自外国政府的经济胁迫政策。美国寻求胁迫欧盟改变增值税和监管政策可适用 ACI 原则进行反制。
2. 德拉吉报告中指出，欧洲内部贸易壁垒在货物贸易领域相当于实施 45% 关税，在服务贸易领域相当实施 111% 关税。

现有贸易协定寻找贸易多元化合作伙伴，例如推进与加拿大在双边贸易和投资领域合作。**实施出口救助计划。**韩国政府为海外遭遇关税冲击企业启动“帮助台”。韩国政府推出出口救助计划，推出包括出口保险打折、对中小企业金融纾困、加强对半导体、AI 和国防领域出口补贴，在新兴市场特别是全球南方地区建立 14 个贸易中心等举措。**寻求关税报复或成本转移。**韩国是美国农产品和牛肉主要进口国，此外服务贸易自美进口规模较大。在上述领域韩国对美国有加征关税进行报复的空间。另外，韩国为了保护被美国加征关税的本土企业，已经对进口类似产品加征关税。2025 年 2 月 20 日，韩国贸易委决定对自中国进口厚板征收临时反倾销税，税率为 27.91-38.02%。

作为被美国加征关税幅度最大的经济体，我国应总结梳理美国主要贸易伙伴应对关税政策采取的应对策略，多措并举应对贸易摩擦升级的外部环境。首先，结合美国出口中国产品结构特点，加大反制力度。其次，基于双边和多边贸易协定积极开拓新的出口市场，加大对“全球南方”和金砖国家的出口力度。第三，扩大内需，加大出口转内销力度。第四，在贸易战后期结合美方关切寻求磋商解决。可考虑增加对美国部分商品进口或鼓励部分中资企业在美投资。第五，要防范部分经济体反制措施对我国产生的外溢影响。

专题二：全球美元流动性走势特征与前瞻

作为国际主导货币，全球美元流动性走势与国际金融市场稳运行息息相关。当前，全球美元流动性走势呈现的新特征，可能引发的风险及影响渠道备受市场关注。我们通过选取数量类、价格类等指标，搭建美元流动性相关指标体系，构建监测框架。

表 7：美元流动性相关指标¹

数量类指标	指标名称	余额（亿美元）	一季度变动
美联储资产负债表	准备金	34,596.87	5673.28
	逆回购	5,221.51	-3,662.44
	财政部一般账户（TGA）	4,507.13	-2,711.79
价格类指标	指标名称	值（基点）	一季度变动
美元流动性利率指标	彭博 BSBY-OIS 3M 利差指数	31.71	-0.25
离岸美元流动性指标	EURUSD 1M Basis	-3.34	-0.66
	USDJPY 1M Basis	-38.1	-8.98
	USDCHF 1M Basis	-25.77	-0.01
市场恐慌情绪	VIX 波动率指数	23.37	5.44
	MOVE 指数	104.11	7.44

注：截至 2024 年 3 月 13 日。

资料来源：彭博

通过指标监测，近期全球美元流动性市场的动向及走势特点主要体现为：

一是美联储实际的缩表节奏慢于预期，美元流动性均衡偏紧。2025 年一季度美元流动性整体出现上行，抵消了缩表效果。从美联储资产负债表中负债端科目的使用情况看，截至 2025 年 3 月 13 日当周，代表美元流动性的准备金与逆回购余额合计增加约 2000 亿美元。这主要是由于美国财政部发债和支出操作对美联储的缩表效果产生一定扰动。由于美国财政部自 2023 年以来发债的久期较短，符合非银机构的投资偏好（而银行体系偏向购置长久期债券），因此美联储负债端中逆回购的余额大幅下降。此外，美国政府于 2025 年 1 月 21 日触及债务上限后，美国财政部无法新增债务，只能消耗财政部一般账户（TGA）资金维持政府开支，该账户余额在一季度下降 2711.79 亿美元，支出的资金流入市场，提升了准备金的规模，补充了缩表周期中本应回笼的美元流动性。

二是离岸美元资金波动加剧，流动性有所收紧。美元流动性在 2025 年 2 月

¹ 指标数据说明：1. 准备金余额对应美联储对银行体系的负债，波动性较高且反映领先。2. 逆回购余额对应美联储对非银机构的负债，包括货币市场基金、交易经纪商、政府支持企业、保险等；在局部风险的初期，当美元流动性紧张时，美联储通过正向回购向市场释放流动性。3. TGA 对应美联储对政府的负债，次贷危机后美国政府支出几乎皆从此账户划转，政府支出导致该账户余额减少，资金流入市场，增加流动性；政府税收和财政部发行债券融资则会增加该账户余额，抽走市场流动性。联邦债务上限会对 TGA 账户余额变动产生直接影响，每当债务上限重启时，美国财政部需将 TGA 压降到上限豁免时的水平，短期内造成市场中的流动性激增。4. 由于 LIBOR 系列利率的退出，市场常用的 FRA-OIS/LIBOR-OIS/TED 等利差指标不再适用，本文选取彭博 BSBY-OIS 利差指标进行观察，通常值越大，美元流动性越紧张。5. 本文选取三个主要货币对（欧元与美元，美元与日元，美元与瑞士法郎）一个月期限的掉期基差，基差通常为负数，值越小，代表美元流动性越紧张。

有所收紧，主要货币掉期基差期间出现上行，基差走势在一季度整体呈现走高、横盘、回落的震荡态势，波动幅度增加。不同货币间资金变动差异较大，欧元兑美元基差波幅约 30 基点，日元兑美元、瑞士法郎兑美元的基差波动幅度接近 80 基点，凸显出离岸美元资金波动的加剧。2025 年 3 月 13 日，欧元兑美元、日元兑美元以及瑞士法郎兑美元一个月期限的掉期基差分别较年初下降 0.66、8.98 和 0.01 个基点，基本与年初水平持平。

三是缩表放缓或停止的迹象已开始显现。美联储 2025 年 1 月会议纪要中新增有关结束缩表的讨论。会议纪要显示，考虑到美国联邦政府债务上限的问题尚未解决，政策制定者认为暂停或放缓缩减资产负债表可能是较为合适的选择。目前，美国政府的未偿还债务已达到法定上限，财政部不得不采取特别措施，以维持大部分债券的正常发行。美国货币市场的不稳定性增加了美联储过度收紧流动性的风险，为缩表放缓或停止的讨论提供了依据。

当前，全球美元流动性的潜在风险及影响值得进一步关注。一是 2025 年二季度面临偿债小高峰，将进一步提高对美元流动性的需求。2015 年和 2020 年大量发行的企业债即将到期，根据市场估算，2025 年二季度应到期偿还的企业债或将超过 6000 亿美元。在当前高利率环境中，企业新融资需求的释放将提高对市场美元流动性的需求。二是美国债务上限问题或将于二季度末或三季度初得以解决，美元流动性或将持续承压。当前，美国众议院共和党通过的预算决议中债务上限被提高 4 万亿美元，具体时点仍然不确定，市场估算财政部的现金流可以运作至 2025 年 6 月或 7 月，若债务上限问题在二季度末或三季度初得以解决，下半年美国政府恢复债券发行，财政部一般账户余额将快速上行，准备金规模或将有所下降。

展望未来，全球美元流动性中短期大概率仍将保持下降趋势，从美国银行和非银机构流动性的变动趋势看，代表非银机构美元流动性的隔夜逆回购余额已降至较低水平，其流动性缓冲垫的功能受限，美国部分中小银行以及非银机

构流动性将进一步承压。全球美元流动性突发事件或局部风险，将导致全球杠杆交易的被动平盘，并通过传导链条对股票、债券以及汇率市场产生外溢效应，或将引发全球金融市场的波动。

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