

全球经济金融展望报告

2025年第3季度（总第63期）

报告日期：2025年7月1日

要点

- 2025年二季度，全球经济增长动能进一步走弱，供给端相对稳健，需求端延续疲软态势。私人消费增长乏力，投资活动小幅扩张，全球通胀下降速度放缓。国际贸易活动波动加剧，主要经济体财政政策趋于宽松，货币政策立场分化。全球FDI有所反弹，证券投资避险情绪上升。中东地缘形势变化、主权债务风险、经贸领域次生波动扰动市场走势。
- 展望三季度，全球经济下行风险提高，与关税相关的政策调整及博弈将对全球经济带来更多挑战。需求转弱可能一定程度缓解全球通胀压力。谈判进展成为影响国际贸易走势的关键变量。美元流动性冲击风险上升，美元指数趋于走弱，美债收益率可能进一步抬升。
- 美国消费结构的演变特征、日债风波的诱因及政策调整困境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	2025Q1 vs 2024Q1	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
路先锋
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

贸易保护主义冲击全球经济，美元配置再平衡引发国际金融市场调整

——中国银行全球经济金融展望报告（2025年第3季度）

2025年二季度，全球贸易环境变化对经济活动冲击效果持续显现，全球经济增长动能走弱，供给端趋于稳健，需求端延续疲软。农业产出保持稳定，制造业活动表现分化，服务业景气度有所回暖。主要经济体私人消费增长乏力，投资活动小幅扩张，全球通胀下降速度放缓。美国经济内生增长动能走弱，欧洲经济弱复苏，日本经济增长受阻。全球贸易波动加剧，主要经济体财政政策趋于宽松，货币政策立场分化。全球FDI逐步从低迷中反弹，证券投资避险情绪上升。美元货币市场面临扰动，全球外汇市场转折调整，中东地缘形势变化、主权债务风险、经贸领域次生波动扰动市场走势，大宗商品价格中枢下移。

展望三季度，全球经济下行风险提高，与关税相关的政策调整及博弈将对全球经济带来更多挑战。需求转弱可能一定程度缓解全球通胀压力。谈判进展成为影响国际贸易走势的关键变量。主要经济体新财年财政政策将逐步落地，美联储将根据经济数据决定利率政策，目前仍有不确定性。全球FDI加速调整，全球资产组合重新寻求安全选项。美元流动性冲击风险上升，美元指数趋于走弱，美国通胀风险、供需力量再平衡等因素将抬升美债收益率。原油市场供给压力减缓，黄金价格维持偏强走势。

本期报告分别对美国消费结构的演变特征、日债风波的诱因及政策调整困境两个专题展开分析。

一、全球经济回顾与展望

(一) 全球经济：供需两端延续疲软态势

2025年二季度，全球经济增长动能进一步走弱。美国贸易政策频繁调整对全球经济的负面影响逐步显现。（表1）。

表1：2025年二季度全球主要经济指标趋势分析

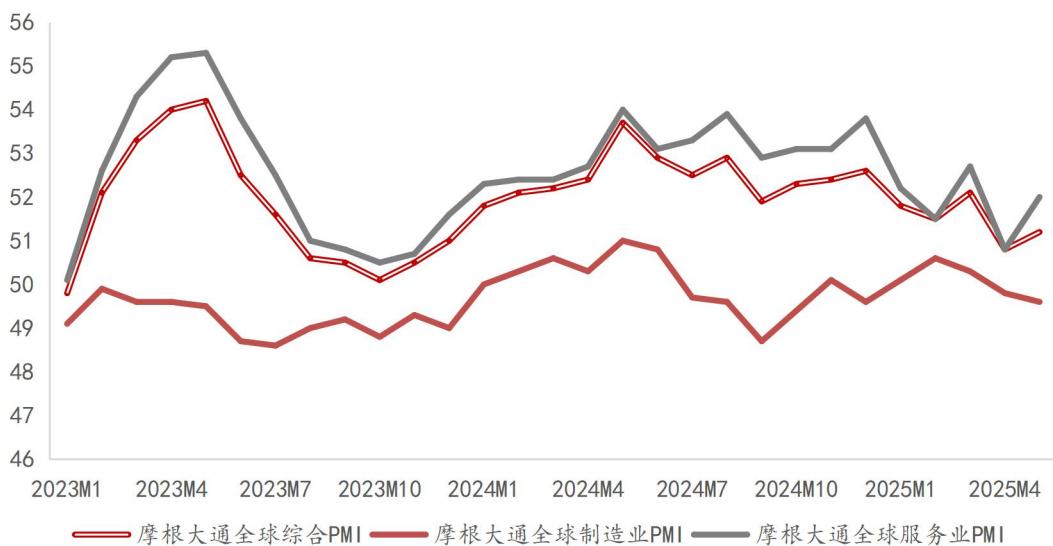
分项	2022年占全球GDP份额	2025Q2增速 Vs 2024Q2 增速	综合研判
需求	居民消费 55.4%	↓	↓
	私人投资 28.1%	→	
	政府支出 16.5%	→	
供给	农业 4.3%	→	↑
	工业 27.5%	→	
	服务业 68.2%	↑	
经济增长——GDP 增速			↓
通货膨胀率——CPI 增速			↓

资料来源：中国银行研究院

供给端。农业产出保持稳定。全球食品价格指数在5月环比下降0.8%，主要受谷物、食糖和植物油价格下跌带动，但乳制品和肉类价格指数有所上涨。联合国粮农组织6月发布的《粮食展望》报告显示，2025年全球粮食生产前景较为乐观，预计除糖类以外的其他所有作物产量都将保持增长，其中水稻、玉米、高粱和油菜籽等主要农产品全球产量将创历史新高。**制造业活动表现分化。**5月全球制造业PMI指数下降0.2个百分点至49.6%，连续两个月处在收缩区间。美国ISM制造业PMI下行0.2个百分点至48.5%，连续第三个月收缩，制造业扩张受阻。欧元区20国制造业产能利用率从一季度的76.9%升至二季度的77.8%，扭转了此前三个季度持续下滑的局势。一季度日本产能利用率指数逐月提升，但4月开始转降。5月越南、马来西亚、泰国和墨西哥等出口导向型经济体制造业PMI分别回升4.2、0.2、1.7和1.9个百分点，在经历关税政策短暂冲击后出现反弹。**服务业景气度有所回暖。**5月全球服务业PMI回升1.1个百分点至52%。发达经济体服务业活动多呈现走弱，美国ISM服务业PMI降至49.9%，新订单指数降至46.4%，欧元区和日本服务业活跃度趋于下降。新兴经

济体服务业活动整体呈现反弹。5月印度服务业PMI上行0.1个百分点至58.8%，持续处在高景气区间，巴西和俄罗斯分别上行0.7和2.1个百分点至49.6%和52.2%。

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乏力。5月美国零售销售环比下降0.9%，增长明显放缓，前值为-0.1%，关税引发的抢购潮消退，二季度美国密歇根大学消费者信心指数整体降至一年多来的低位，消费需求转弱趋势明显。4月欧元区20国零售销售指数和消费信贷总额分别环比增长0.1%和0.4%，增速较3月下降0.3个和0.1个百分点；同月欧元区消费者信心指数跌至-16.6，5月小幅反弹1.4点至-15.2，但仍处在2024年以来的低谷水平。日本劳工实际收入连续4个月负增长，4月日本2人以上家庭实际消费支出同比下降0.1%，时隔两个月再度萎缩。3月日本消费者信心指数一度降至31.3，4月小幅回升至32.9，但仍处在过去两年的最低水平区间。美国核心资本品订单规模开始下滑，地方联储数据显示企业资本支出意愿下降，投资扩张势头受阻。欧元区投资活动较为稳健，4月德国销往欧元区的资本货物订单指数环比增长2.3%，连续两个月正增长，增速快于销往非欧元区的指标。财政支出活动呈现分化。美国政府大力度精简

政府人员、削减政府开支，短期内财政支出有所压降，但若特朗普政府“美丽大法案”（One Big Beautiful Bill Act）计划落地生效，后续美国财政将再度转向宽松。欧盟及其主要成员正在打破债务紧缩教条，通过扩大国防开支、放宽政府举债限制、设置预算外专项基金等方式实施财政扩张行动，以期对经济增长形成支撑、重塑自主独立的安全秩序。

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 年全年	2025 年		
			M3	M4	M5
美国	29.1	2.6	1.4	-0.2	-0.9
中国	12.8	3.3	0.5	0.5	0.9
欧元区	15.1	1.2	0.4	0.1	-
日本	4.1	2.6	-1.2	0.7	-
巴西	2.3	4.8	1.2	3.0	-
印尼	1.1	3.2	13.6	-6.9	-
英国	3.6	1.2	-0.1	1.3	-2.7
墨西哥	1.9	7.4	0.5	-	-
韩国	1.5	0.0	10.4	-3.4	-
澳大利亚	1.6	2.4	0.3	-0.1	-
南非	0.4	2.4	-0.2	-	-

资料来源：世界银行，UNCTAD，Wind，中国银行研究院

展望三季度，关税冲击下全球经济将面临更多挑战。

需求端扩张步伐可能继续放缓。特朗普政府关税政策的大幅频繁调整及其连锁反应，将对美国消费需求及其他经济体投资活动带来广泛影响。美国消费扩张已经出现停滞信号，企业投资扩张预期转弱。欧盟市场需求可能受到连续降息、财政扩张等有利因素支撑。高通胀对居民真实收入的侵蚀将持续困扰日本经济，其内需增长动能相对薄弱。新兴经济体或将加大对本土及非美市场的拓展，全球产业链供应链重构有助于提振部分经济体实体投资，但整体而言全球需求扩张将面临更多不确定性因素。**供给端不稳定因素增多**。关税政策变化对全球制造业的负面影响仍在发酵，未来一个时期全球生产活动或将反复遭遇关税政策调整冲击，制造业扩张预期转弱，日本、韩国以及部分制造业驱动型新兴经济体受到的不利影响较大，与贸易相关的商务、航运、物流等服务也将持续受挫。随着关税冲击逐渐由生产端传导至就业和收入端，私人服务消费活

动扩张将进一步受阻。中东地缘政治冲突升温将对全球能源供给和重点地区航运带来新的冲击，影响全球供应链稳定。预计 2025 年三季度，全球实际 GDP 增速在 2.4% 左右；全年实际 GDP 增速在 2.0% 左右（表 4）。

（二）全球通胀：下降速度放缓，不同地区表现分化

全球通胀降幅放缓。2025 年 5 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 同比增速较上月上升 0.1 个百分点至 2.4%，但涨幅低于市场预期，关税上调尚未显著影响到美国消费价格水平。欧元区 CPI 同比增速为 1.9%，较上月下降 0.2 个百分点，不含能源、食品、烟酒的核心 CPI 同比上升 2.3%，较上月下降 0.4 个百分点，主要经济体德国、法国、意大利和西班牙通胀率分别为 2.1%、0.6%、1.6% 和 2%，整体趋于下降。受大米成本飙升等因素影响，5 月日本 CPI 同比增速为 3.5%，处在相对高位，核心 CPI 同比增长 3.7%，创下 2023 年 1 月以来最高。除墨西哥外，其他主要新兴经济体 CPI 增速趋降。

表 3：G20 经济体 CPI 同比增速变动（%）

	2025						2025				
	M1	M2	M3	M4	M5		M1	M2	M3	M4	M5
阿根廷	84.5	66.9	55.9	47.3	43.5	欧盟	2.8	2.7	2.5	2.4	2.2
土耳其	42.1	39.1	38.1	37.9	35.4	韩国	2.2	2.0	2.1	2.1	1.9
俄罗斯	9.9	10.1	10.3	10.2	9.9	加拿大	1.9	2.6	2.3	1.7	-
南非	3.1	3.2	2.7	2.8	2.8	德国	2.3	2.3	2.2	2.1	2.1
墨西哥	3.6	3.8	3.8	3.9	4.4	法国	1.8	0.9	0.9	0.9	0.6
巴西	4.6	5.1	5.5	5.5	5.3	英国	3.0	2.8	2.6	3.5	3.4
印度	4.3	3.6	3.3	3.2	2.8	印尼	0.8	-0.1	1.0	2.0	1.6
澳大利亚	-	-	2.4	-	-	沙特	2.0	2.0	2.3	2.3	2.2
美国	3.0	2.8	2.4	2.3	2.4	意大利	1.5	1.6	1.9	1.9	1.6
日本	4.0	3.7	3.6	3.6	3.5	中国	0.5	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1

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 年三季度，关税上调与贸易政策不确定性将推高价格水平，中东地区局势变化可能通过影响国际能源价格和全球航运加剧全球通胀压力，但消费市场增长预期低迷可能从需求端缓解价格上涨压力，不同经济体通胀走势将

面临分化。随着美国前期“抢进口”积累的商品库存消耗见底，关税负担将逐步传导至美国消费品价格和生产成本。美国同主要经济体关税谈判进展不及预期，钢铝、汽车及其零部件等关键产品关税下调概率较小。根据耶鲁大学预算实验室估算，特朗普关税政策将导致美国汽车价格平均上涨 13.5%，每辆新车平均价格将增加 6400 美元。受关税政策影响，美国企业 Brilliant Home Technology 被迫将其智能灯开关的价格从 249 美元提高到 299 美元，涨幅达 20%。另一方面，消费需求疲软将抑制价格上涨势头，相关趋势在美国已经开始显现，除日本等少数经济体外，其他国家和地区通胀压力仍将趋降。总体而言，需求收缩对通胀的抑制效应可能强于供给端关税和地缘政治因素带来的扰动，全球通胀压力有望小幅放缓。预计 2025 年三季度，全球 CPI 同比增速在 3% 左右；全年 CPI 增速在 3.4% 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	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	-0.6	4.1	3.0	3.0	-0.5
	加拿大	1.5	1.6	1.2	-0.4	3.9	2.4	2.1	持平
	墨西哥	3.3	1.5	1.0	0	5.6	4.7	3.8	持平
	巴西	3.3	3.4	2.1	0	4.6	4.4	5.3	+0.2
	智利	0.2	2.6	2.2	0	7.7	4.3	4.4	+0.2
	阿根廷	-1.6	-1.7	4.4	0.1	127.9	236.8	43.2	+2.8
亚太	中国	5.4	5.0	5.0	持平	0.2	0.2	0.1	-0.6
	日本	1.5	0.2	0.8	-0.2	3.3	2.7	2.8	+0.1
	澳大利亚	2.1	1.1	1.8	-0.2	5.6	3.2	2.5	-0.1
	印度	7.6	9.2	6.3	持平	5.7	5.0	4.6	-0.2
	韩国	1.4	2.2	1.0	-0.5	3.6	2.3	2.0	持平
	印尼	5.1	5.0	4.8	-0.2	3.8	2.3	2.0	-0.3
欧非	沙特	-0.8	1.2	3.7	-0.6	2.3	1.7	1.9	-0.1
	欧元区	0.4	0.9	1.0	-0.1	5.4	2.4	2.0	-0.2
	英国	0.1	1.1	1.1	-0.5	6.8	2.5	3.1	+0.6
	德国	-0.3	-0.2	0.2	-0.3	6.0	2.5	2.2	持平
	法国	0.9	1.2	0.5	-0.2	5.7	2.3	1.0	-0.6
	俄罗斯	4.1	4.3	1.4	-0.2	6.0	8.4	9.2	1.2
	土耳其	5.1	3.2	2.9	+0.3	53.4	60	34.3	2.0
	尼日利亚	2.9	3.4	3.5	+0.2	24.5	33.2	22.4	-3.4
	南非	0.7	0.5	1.1	-0.6	5.9	4.4	3.4	-0.6
	全球	2.7	2.8	2.0	-0.4	6.9	4.3	3.4	-0.2

资料来源：IMF，中国银行研究院

（三）全球贸易：进出口活动波动加剧，贸易谈判情况成为后势关键变量

2025 年二季度，关税政策不确定性导致全球贸易波动加剧。4 月 2 日，美

国宣布自 4 月 5 日起对进口所有国家商品加征 10% “最低基准关税”，自 4 月 9 日起对美国贸易逆差主要来源地征收 “对等关税”，对等关税加征幅度在 11%-50%。4 月 9 日，美国宣布对主要贸易伙伴征收的 “对等关税”（除中国外）暂缓 90 天执行，90 天期间仅征收 10% “最低基准关税”。美国对华 “对等关税” 经历 4 月 8 日（由 34% 上调至 84%）、4 月 9 日（由 84% 上调至 125%）两次上调后，5 月 12 日调整至与其他贸易伙伴一致。“对等关税” 政策的频繁调整导致二季度全球贸易走势存在较大波动。5 月 20 日，联合国贸发会议将 2025 年二季度全球商品贸易规模环比增速预测值调整为 2.14%，较 4 月初的预测值上调 0.36 个百分点。全球主要经济体贸易表现分化。部分出口导向型经济体存在 “抢出口” 行为。4 月，日本、墨西哥、印尼、印度、泰国、越南、新加坡出口同比增速分别达到 2.0%、5.8%、5.8%、9.0%、10.2%、21.0%、22.1%。转口贸易重要性凸显。4 月至 5 月，中国出口同比增速为 6.4%，对美出口同比下降 28.0%，对东盟出口同比增长 17.8%。但 10% “最低基准关税” 叠加关键产品关税的负面冲击不容忽视。5 月 1 日至 20 日，韩国出口总额同比下降 2.4%，汽车、汽车零部件、钢铁制品的出口同比降幅分别达到 6.3%、10.7%、12.1%。

展望 2025 年三季度，关税政策博弈和地缘政治波动成为影响全球贸易走势的关键变量。90 天 “对等关税” 暂缓征收期将在 7 月初结束，全球关税政策取向取决于美国与主要贸易伙伴间的贸易谈判走势。目前，美国与印尼、沙特等国家的谈判进程整体明朗，关税优势、资源储备叠加产业政策可能推动跨国企业将产业链向相关地区转移，上述地区的贸易增长潜力值得关注。但美国与欧盟、日本、韩国、印度等谈判则尚未取得实质性进展，汽车关税、钢铝关税、数字税等成为难以调和的分歧点。特朗普政府对钢铝关税态度强硬，6 月 3 日将进口钢铝及衍生品关税税率由 25% 上调至 50%；6 月 12 日将洗碗机、洗衣机、冰箱等 8 大类含钢制部件的家用电器及相关产品新增至钢铁衍生品产品清单，产品中的钢铁零部件部分价值适用于 50% 进口关税税率。6 月 15 日，特朗普出

席七国集团领导人峰会，但与多位关键领导人的双边会谈均未取得实质性突破。部分经济体可能在谈判破裂后推出反制措施。5月8日，欧盟公布对美关税反制清单，若双方谈判破裂，欧盟计划对进口美国民用飞机、汽车等总值950亿欧元商品加征报复性关税。5月13日，印度向世界贸易组织提交申诉，计划对进口美国部分商品加征关税，反制美国的钢铝关税。全球主要经济体关税政策博弈将造成外溢影响，全球贸易风险将加速积累。6月13日，以色列和伊朗间爆发冲突，在经历近两周的冲突后，双方于6月24日达成“口头停火”，但和平局面能否持续面临一定不确定性，双方冲突仍存在再起的可能。中东地缘政治冲击升级风险或导致霍尔木兹海峡、红海航线等全球重要能源和货物运输通道受阻、中断，运输成本抬升，全球贸易体系承压，放大小链脆弱性。

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5月, 美元)	1.3	-4.8	6.0	2.8	3.0	2.7
美国(前4月, 美元)	12.3	17.8	5.5	3.3	3.2	3.5
欧盟(前4月, 欧元)	6.9	7.5	6.4	-4.3	-9.9	1.5
德国(前3月, 美元)	-0.6	1.6	-2.4	-5.9	-8.6	-3.6
荷兰(前4月, 欧元)	5.4	5.2	5.6	-8.7	-10.9	-6.6
加拿大(前4月, 加元)	7.3	8.7	5.8	-0.6	0.5	-1.7
俄罗斯(前4月, 美元)	-2.8	0.5	-4.9	-4.2	-10.1	0.1
日本(前4月, 日元)	4.8	3.8	6.0	3.1	-1.7	8.7
韩国(前5月, 美元)	-1.7	-2.6	-0.8	1.4	-6.1	9.8
印度(前4月, 美元)	2.8	5.5	-1.2	4.4	4.6	4.2
印尼(前4月, 美元)	6.5	6.3	6.6	-1.9	2.1	-5.1
越南(前5月, 美元)	16.2	18.0	14.5	15.8	17.9	13.9
泰国(前4月, 美元)	11.7	9.6	14.0	2.8	4.4	1.1
新加坡(前4月, 新元)	7.4	6.6	8.3	7.2	8.1	6.5
巴西(前5月, 美元)	3.6	9.2	-0.6	1.9	1.9	1.9
墨西哥(前1月, 美元)	2.5	0.6	4.5	4.0	4.0	4.1

资料来源：Wind，中国银行研究院

专栏1：美国与主要贸易伙伴谈判进展

自宣布“对等关税”计划以来，美国与多个主要贸易伙伴开展贸易谈判，但整体进展缓慢。6月3日，美国白宫证实，美国政府已向贸易伙伴发出信函，催促加快贸易谈判进程。

美国与英国达成贸易协议，进口汽车配额成为主要内容。5月8日，特朗普宣布与英国达成新的贸易协议，英国成为“对等关税”后首个与美国达成贸易协议的国家。6月16

日，美国白宫公布美英贸易协议的一般条款，美国计划对每年进口英国前 10 万辆汽车征收 10% 关税，超出部分征收 25% 关税。对于钢铝制品及其衍生品关税，英国承诺努力满足美国对输美钢铝产品供应链安全以及相关设施所有权性质要求。在英国满足要求的前提下，美国计划对英国设定“最惠国”税率配额。此外，美国废除了对英国航空航天业的相关关税，双方承诺共同强化航空航天和飞机制造供应链。

美国与中国同步下调双边关税，就落实共识达成初步协议。5月12日，中美发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，美国承诺取消或暂缓征收4月2日以来对华加征的关税税率，中方取消相应的反制关税，并暂停或取消4月2日以来对美国的非关税反制措施。6月9日至10日，中美经贸磋商机制首次会议在英国伦敦举行，双方原则上就落实两国元首6月5日通话共识以及日内瓦会谈共识达成了框架。

美国与欧盟、日本、印度等谈判尚未取得实质性进展。美欧贸易谈判主要分歧点是欧盟科技公司监管、数字税、增值税等。5月8日，欧盟公布对美关税反制清单，若谈判破裂，计划对进口美国民用飞机、汽车、医疗器械、农产品等总值950亿欧元商品加征报复性关税。作为对欧盟强硬谈判态度的反制，美国再次升级对欧盟的关税威胁。5月23日，特朗普在社交媒体威胁自6月1日起对欧盟商品加征50%关税。5月25日，双方达成一致将谈判期限延长至7月9日。6月16日，美欧会谈后，特朗普表示欧盟并未提出一项公平的协议。美日贸易谈判主要分歧点是汽车关税。6月6日，两国举行第五轮部长级谈判，涉及贸易、非关税壁垒和经济安全，日本首席贸易谈判代表表示，两国依然没有在关税问题上达成一致。6月16日，美日举行首脑会谈但未能就关税措施取得进展。日本首相石破茂在会谈后表示，“汽车是重大的国家利益”，不能让步。印度由此前积极推进谈判转向推出反制计划。5月13日，印度向世界贸易组织提交申诉，计划对进口美国部分商品加征关税，反制美国的钢铝关税。6月，美国贸易代表办公室官员赴印谈判，但谈判周期超出原定日程，双方在核心议题存在复杂分歧。

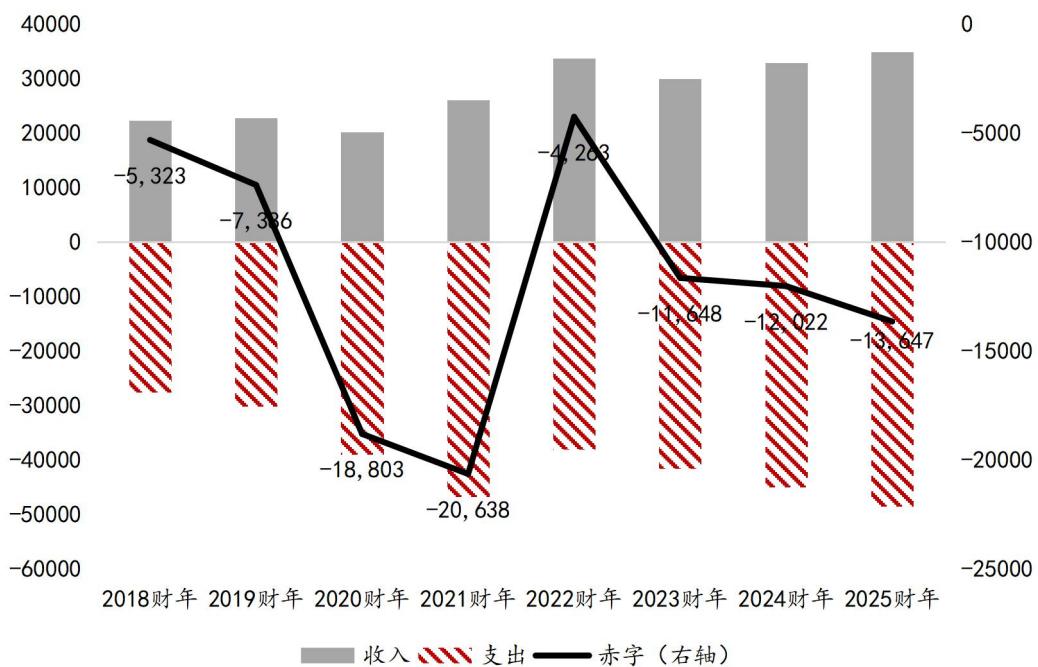
美国与沙特、印尼等国家谈判进程较为顺利，但尚未有新的协议落地。5月13日，美国总统特朗普访问中东期间，与沙特签署价值超6000亿美元的一揽子协议及投资承诺，其中包括一项价值近1420亿美元的军售协议。5月23日，美国财长贝森特表示，美国与亚洲国家的贸易谈判进展顺利。6月9日，美国与越南举行第三轮谈判，越南工贸部表示双方在各个谈判领域不断缩小差距。美国与马来西亚、印尼的第二轮谈判预计将在6月完成。美国上述地区谈判进程整体明朗，关税优势、资源储备叠加产业政策可能推动跨国企业将产业链向相关地区转移。

(四) 全球财政政策：主要经济体政策调整步伐加快，财政压力持续加大

2025年二季度，主要经济体加快落实前期财政政策调整。2025财年以来(2024年10月到2025年5月)，美国财政赤字规模整体超预期，累计赤字规

模为 1.36 万亿美元，同比增速达到 13.5%（图 2）。其中，联邦政府支出 4.85 万亿美元，社会保障、利息和医疗保障等主要支出项较 2024 年同期均大幅增长超 600 亿美元；联邦政府收入 3.48 万亿美元，个人所得税、社保医保缴税和企业税是主要收入来源。加征关税背景下，5 月美国关税收入大幅增长至 223 亿美元以上，创历史新高。若维持当前关税水平，预计未来美国年度关税收入将由 2024 年的 770 亿美元升至 2000 亿美元以上，但对整体财政收支的改善力度有限。欧盟委员会于 3 月提出拟调动 8000 亿欧元用于“重新武装欧洲”，打造“一个安全而有韧性的欧洲”。5 月 27 日，欧盟理事会正式批准设立金额高达 1500 亿欧元的“欧洲安全行动”（SAFE）工具，为成员国提供利率优惠的长期贷款，并且 35% 的贷款可用于采购欧洲区域外所生产的武器零部件。欧盟将通过发债筹集 SAFE 工具所需资金，但预计不会发行国防相关专项债。日本政府遭遇国债拍卖遇冷、长期债券价格暴跌，财政压力明显增加。5 月，20 年期日本国债的投标倍数降至 2012 年 8 月以来的最低水平，而且“尾差”（即平均中标价与最低中标价的差距）达到 1.14，为自 1987 年以来最大，表明日本长期国债供需严重失衡。拍卖结果出炉后，10 年期日本国债收益率一度上涨至 1.525%，为 3 月底以来的最高水平；20 年期日本国债收益率飙升约 15 个基点，至 2000 年以来的最高水平。国债收益率上升将导致利息支出增加，加剧日本政府债务偿付压力。

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 5 月累计值

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年三季度，主要经济体新财年财政政策将逐步落地，财政赤字压力可能持续扩大。美国特朗普政府计划 2026 财年大力压降财政开支，但减税法案落地将在中长期加大美国财政压力。5 月 2 日，特朗普政府提交 2026 财年预算提案，财政预算支出金额为 1.7 万亿美元，较 2025 财年削减 7.6%。其中，国防支出将增加 13% 至 1.01 万亿美元，国土安全支出增加近 65%，非国防可自由支配支出将削减 23%（约 1630 亿美元），可持续发展、教育等领域支出将明显受限。另一方面，特朗普政府向国会施压，计划于三季度推出“美丽大法案”，其中包含减税、增加国防和边境相关支出、削减其他支出以及提高债务上限等内容，预计该法案将使未来十年美国财政赤字增加 3-5 万亿美元，极大地加重财政负担。欧盟成员国财政表现将进一步分化。截至 2025 年一季度，除德国、卢森堡、荷兰、丹麦等 9 个成员国公共债务占 GDP 比重低于 60%，其他成员国均未能满足欧盟财政纪律，尤其是希腊、意大利、法国、比利时等国公共债务占 GDP 比重超 100%。欧盟财政扩张可能将恶化上述成员国债务问题，加

剧主权债务风险。为应对美国关税政策，日本政府于 5 月 26 日明确了“紧急应对一揽子计划”财政支出方案，用于减轻普通家庭的电费和燃气费负担，以及为中小企业提供财政支持。该财政支出方案的规模将达到 2.8 万亿日元，包括 9000 亿日元的国家财政资金以及地方政府和民间企业支出。尽管日本政府表示该政策将灵活利用储备金和现有预算，但在政府债务占 GDP 比重超 200%、长期国债拍卖遇冷等因素叠加下，日本政府可能将面临更大财政压力，日本首相石破茂曾公开表态称“日本的财政状况不比希腊好”。

（五）全球货币政策：美联储未来将根据经济数据灵活调整利率，欧洲央行延续降息路径但节奏放缓

2025 年二季度，美联储维持利率不变，欧洲央行降息并释放宽松信号，日本央行维持利率水平并放缓缩减购债步伐，英国央行降息 25 个基点以平衡通胀与增长。美联储 2025 年 5 月初决定将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.50% 不变。美联储选择维持利率不变，不急于降息，表示将根据经济数据灵活调整政策走向。欧央行 2025 年 4 月如期下调 3 大利率 25 个基点，6 月 5 日再次宣布降息，存款利率降至 2.0%，欧洲央行将这一水平视为“中性”，既不再抑制经济，也尚未刺激经济。日本央行 2025 年 6 月 17 日会议维持目标利率在 0.5% 不变，连续第三次按兵不动。英国央行 2025 年 5 月 7 日将基准利率下调 25 个基点至 4.25%。

展望 2025 年三季度，全球货币政策主要呈现以下特征。

1. 美联储政策走向将关注通胀走势、就业市场变化和全球贸易局势，欧洲央行未来降息路径引发争议

美联储未来可能面临艰难的权衡，需要判断通胀变化是暂时现象还是更持久趋势的开端，这促使其采取更加观望的态度，6、7 月可能继续维持利率不变，下半年政策路径可能存在较大不确定性，市场预计 2025 年底前将降息两次，首次降息可能会在今年 9 月，并可能在 10 月再次行动。但美联储政策调整仍然取

取决于经济数据的表现，若后续经济指标显示出显著的疲软，降息预期可能进一步升温。同时，美联储将继续推进资产负债表缩减进程，但将根据市场情况调整步伐。欧洲央行已在过去一年内八次降息，当前通胀水平接近 2% 的目标，对于后续政策走向存在一定分歧，预计 2025 年 7 月或将暂停降息，以评估政策效果及内外部风险状况。

2. 日本的政策路径从“主动紧缩”转向“防御性观望”，政策路径将高度依赖数据和经济环境的动态评估；英国央行将根据通胀中期前景灵活调整，未来存在进一步降息空间

日本央行对加息的态度愈发审慎，美国关税风险、国内通胀形势成为未来加息决策的关键考量因素。市场预期日本央行年内不会再度加息，或在 2026 年一季度加息至 0.75%。日本央行计划 2026 财年起放缓缩减购债的步伐，季度购债规模自 2026 年 4 月起减半至约 2000 亿日元，以避免市场剧烈波动，缓解国债收益率上升带来的财政负担。英国央行货币政策聚焦于中期内将通胀率持续稳定在 2% 的目标水平。如果英国经济和通胀受到全球贸易紧张局势和劳动力市场疲软的拖累，英国央行可能转向更快的降息节奏，不排除在三季度再次降息 25 个基点，以刺激经济增长。

专栏 2：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 年二季度美国金融市场整体风险维持不变。虽然发生金融危机及系统性金融风险的可能性较低，但仍然存在脆弱性及风险因素。

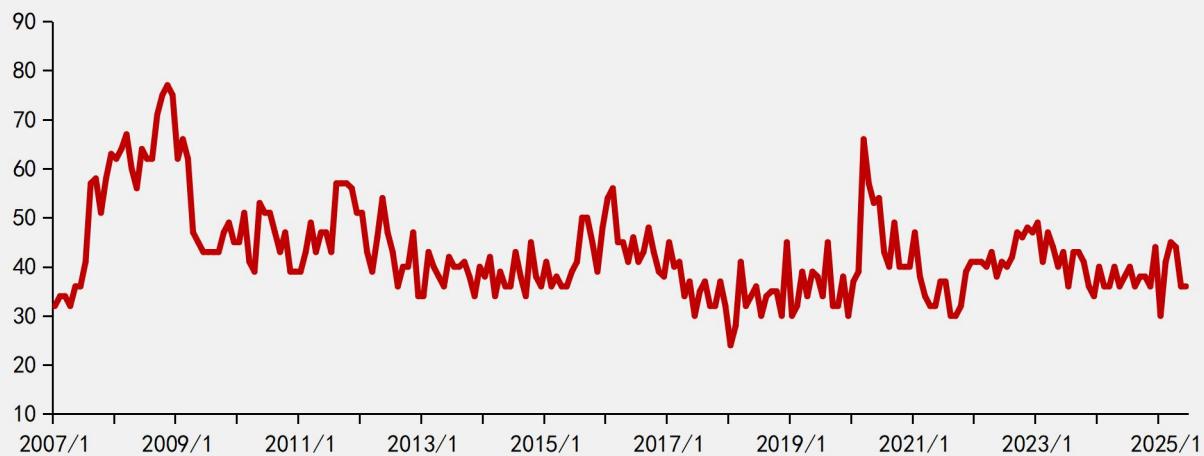
2025 年二季度美国金融危机风险指标 (ROFCI) 月度平均值维持在 38.66，仍然处于安全区域，并且也低于历史水平 42.86；月度指标从 4 月的不稳定区域下降到 5 月的安全区域，6 月基本维持不变。

二季度前期美国金融市场延续了一季度的较大幅度波动。其主要驱动因素仍然是经济政策，特别是贸易政策的不确定性；而 4 月开始实施的全面“对等关税”进一步加剧了不确定性。美国一系列经济政策不确定性指数大幅上升到接近历史新高点和衰退区间，导致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上升。这些因素也影响了金融市场的稳定性。经济政策不确定性叠加股市估值过高导致股市下降，波动性上升。标普 500 波动性指数 VIX 从不稳定区域进入危险区域。国债市场波动性指数上升到 140 左右。

右，远高于历史水平 95。SOFR 也从安全区域进入不稳定区域。各级别公司债券和国债的利差扩大，并维持在不稳定区域。公司信贷市场 CDS 进入不稳定区域。10 年和 3 个月国债期限利差再次进入负值区间，处于危险区域。非金融机构货币市场仍较稳定，在安全区域内小幅波动。美元兑主要货币的外汇市场风险在安全区域内小幅波动。银行业状态相对稳定，流动性仍充足，银行准备金与总资产比值有所下降，但仍处于安全区域；银行业以违约距离表示的系统性风险在不稳定区域内小幅波动；银行股票在整个季度处于上升状态。二季度中后期美国金融市场的整体风险改善，ROFCI 从不稳定区域进入并维持在安全区域。其主要驱动因素有：“对等关税”暂缓实施，美国和英国、中国等达成初步贸易谈判进展；通胀虽表现出粘性，但处于下降趋势，且通胀预期仍较稳定；经济和就业维持韧性，经济衰退风险下降。股票市场、公司债券市场、公司信贷市场、金融机构货币市场、宏观经济等相关指标显示，这些领域的风险在二季度中后期下降。

展望 2025 年三季度，美国金融市场整体可能维持稳定，但部分风险因素可能使市场出现较大幅度波动。最主要的风险因素仍然是经济政策，包括贸易政策、财政政策以及宏观经济走势的不确定性。从脆弱性看，股市估值水平仍较高，未来在波动性上升的环境下仍然可能进一步下调。由于财政赤字和债务前景难以显著改善，国债市场波动性可能仍然维持在高于历史水平。公司债券市场长期的低风险溢价可能仍然隐含了市场对风险重新定价的可能性。即将到期的公司债券中很大部分是在低利率环境下的固定利率融资，在利率高企阶段再融资风险可能上升。非银行金融机构资产快速增长，高度依赖短期货币市场资金及缺乏监管的状态可能仍然是市场流动性的脆弱点。而银行业对这类机构的信贷敞口增长，可能使银行更容易受到风险传导的影响。美联储 5 月发布的金融稳定报告认为未来影响美国金融稳定性的主要风险排序分别为全球贸易、政策不确定性、联邦债务可持续性、持续的通胀和货币紧缩、风险资产/估值调整、国债市场运作。

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

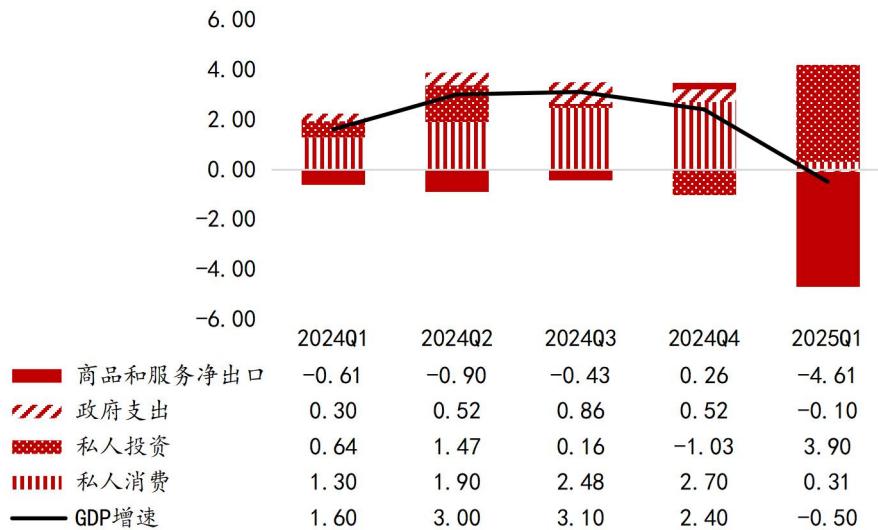
(六) 重点国别/地区经济形势研判

1. 美国：关税预期导致增长失速，政策调整将进一步影响经济表现

2025年一季度，美国实际GDP环比折年率为-0.5%，较上季度2.4%的增速明显回落，2022年以来首次陷入负增长。关税政策上升预期导致美国企业大量囤货、进口激增，是美国经济陷入负增长的主因。二季度“抢进口”效应退坡后，预计美国实际GDP增速大概率回归正增长，但美国经济内生增长动能走弱迹象正在显现。

消费市场扩张步伐放缓。2025年初，美国个人消费支出连续两个月环比负增长，是2023年3月以来的首次。3月美国个人消费支出增速反弹，特别是耐用品消费支出增速环比大幅增长3.78%，较往年同月增速明显提升，显示出关税上调预期因素驱使下的居民耐用消费前置倾向。4月美国个人消费支出环比增长0.13%，继续保持正增长，但同期美国个人可支配收入环比增长0.74%，个人储蓄占可支配收入比重上行0.6个百分点至4.3%，收入增速明显好于支出，侧面反映出消费者面对未来政策变化不确定性倾向于更加谨慎的开支决策，消费意愿下滑。4月和5月美国密歇根大学消费者信心指数维持在52.2的低位，较年初下降近20点，6月反弹至60.5，但仍低于去年各月份水平，后续美国消费市场可能进一步转弱。

投资活动趋于保守。商用飞机订单需求短暂飙升提振一季度美国企业投资活动，反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资环比折年率为10.3%，是2022年二季度以来的最大值。但在关税政策等不确定性因素影响下，企业投资意愿不佳，4月美国核心资本品订单（剔除国防和飞机）环比下降1.3%，是去年10月以来的最大跌幅，较一季度大幅转弱。5月美国部分地方联储调查的企业资本支出意愿下滑，投资扩张趋势受阻。特朗普政府推动“制造业回流”的政策措施尚未有效发挥效力。

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

贸易活动大幅波动。在加征关税政策预期下，一季度美国贸易活动经历较大波动，商品进口环比折年率激增至 53.3%，出口环比折年率仅为 5%，商品和服务净出口拖累美国 GDP 环比折年率 4.9 个百分点。伴随着关税政策落地及相关政策反复，美国“抢进口”浪潮消减，4 月美国商品进口额较上月大幅下降 689 亿美元至 2779 亿美元，而出口额增长至 1905 亿美元，贸易逆差大幅收窄 46.2%。近期高关税对美国进口的负面影响进一步蔓延，5 月美国最繁忙的洛杉矶港进口量环比骤降 19%，同比萎缩 9%，港口负责人预计关税可能使该港在 2025 年剩余时间持续处在低迷状态。预计二季度净出口对美国经济增长贡献将由负转正。

需求扩张放缓背景下，供给端活动呈现萎缩。5 月美国 ISM 制造业 PMI 降至 48.5%，连续 4 个月下滑，且连续三个月处于荣枯线以下，ISM 服务业 PMI 降至 49.9%，自 2024 年 6 月来首次跌破 50，制造业和服务业活动同步趋于低迷，美国市场需求不振的影响已经传导至供给端。值得注意的是，当月服务业 PMI 新订单分项指标跌至 46.4%，较上月下降近 6 个百分点，是 2022 年 12 月以来

最低水平，对经济真实温度较为敏感的服务消费增长预计大幅下降，后续美国市场需求可能进一步低迷。

通胀水平仍处在放缓趋势。5月美国CPI同比增长2.4%，较上月上升0.1个百分点，核心CPI同比增速持平2.8%，均低于市场预期，关税对价格水平的连锁影响尚不明显，而需求收缩对于价格的拖累效果开始显现，“滞”先于“胀”发生。分项来看，核心服务、核心商品、住房、能源等价格环比增速均呈现回落，仅食品价格反弹趋势明显。

表6：美国CPI及其分项变化情况

	权重 (%)	环比 (%)			同比 (%)		
		2025M5	2025M3	2025M4	2025M5	2025M3	2025M4
CPI	100	-0.05	0.22	0.08	2.4	2.3	2.4
食品	13.64	0.44	-0.08	0.29	3.0	2.7	2.9
能源	6.39	-2.39	0.67	-0.98	-3.2	-3.5	-3.1
核心CPI	79.98	0.06	0.24	0.13	2.8	2.8	2.8
核心商品	19.33	-0.09	0.06	-0.04	0.0	0.2	0.3
核心服务	60.64	0.11	0.29	0.17	3.7	3.6	3.5
住房	35.44	0.22	0.33	0.25	4.0	4.0	3.9
核心服务(不含住房)	25.20	-0.06	0.23	0.06	3.2	3.0	3.1

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望下半年，关税及财政政策调整将成为牵引美国经济增长表现的主线。一方面，联邦政府关税政策面临一定不确定性，但关税上调是大概率事件。国内司法博弈对特朗普政府关税政策落地构成一定障碍，但关税政策在其施政目标中扮演着缩减贸易逆差、推动制造业回流以及补充财政收入等多重关键角色，特朗普政府加征关税立场难以改变，后续大概率将通过“301”、“232”、“122”等其他关税政策条款继续推进加征关税计划。关税上调以及贸易政策不确定性大概率推高生产成本，对美国通胀构成一定上行压力。例如，根据耶鲁大学预算实验室估算，特朗普关税政策将导致美国汽车价格平均上涨13.5%，每辆新车平均价格将增加6400美元。与主要经济体贸易谈判进展亦将对全球贸易和经济活动带来复杂影响。另一方面，特朗普政府加速推进财政政策结构性调整。5

月 22 日，美国众议院通过“美丽大法案”，后续最终版本可能在 7 月通过，完成立法程序。该法案包括国内减税、降低财政支出、提高债务上限等一揽子政策方案，其中降低个人与企业边际税率、恢复企业投资抵免等财政赤字扩张措施，短期内可能对美国经济增长带来小幅提振作用，但财政支出的结构性调整将进一步加剧美国贫富分化和中低收入群体的压力，而联邦债务负担的快速扩张将放大美国财政不可持续性，对中长期经济增长带来较大风险。预计 2025 年三季度，美国实际 GDP 增速环比折年率在 1% 左右，CPI 同比增速在 2.7% 左右。

专栏 3：“美丽大法案”对美国财政收支状况的影响

特朗普再次上任后，为兑现其减税承诺，增加国防和边境支出，并兼顾共和党内部的利益诉求，提出包含一揽子政策目标的“美丽大法案”（One Big Beautiful Bill Act）预算调解法案。在 5 月 22 日国会众议院全体表决通过后，该法案正处于参议院审议修订环节。根据公开信息，目前参议院修改版本与此前众议院通过的法案存在较多出入，后续修改版本定稿后将返回众议院重新表决，此前预期 7 月 4 日前完成立法的目标难以达成，预计未来一个多月各方围绕该法案将展开密集周旋。

“美丽大法案”核心内容包括四个方面。一是延续并进一步拓展已有减税措施。该法案提出永久性延长特朗普第一任期内提出的《减税与就业法案》核心条款，并进一步对标准扣除额、子女税收抵免、遗产税免税额等个人税进行调整减负。二是压降社保、教育和清洁能源领域支出。为抵消减税措施产生的财政负担，法案提出大规模削减开支计划，包括提高获得医疗补助和补充营养援助计划（食品券）的门槛，改革学生贷款计划并削减教育补贴，取消《通胀削减法案》（IRA）下的清洁能源税收抵免等。三是增加对国防和边境安全的投入。法案计划增加对新型作战装备的国防投入，恢复特朗普第一任期的美墨边境隔离墙建设，以及增加海关和边境执法人员。四是提高债务上限。众议院版本法案提议将联邦政府的法定债务上限提高 4 万亿美元，参议院修订版本进一步上调至 5 万亿美元，若相关条款最终落地将成为美国历史上最大幅度的债务上限提升。

短期内，“美丽大法案”能够对美国经济增长带来一定的刺激效应。但长期来看，该法案将极大地加剧美国债务负担和财政不可持续性问题，引发了市场的广泛争议。美国国会预算办公室根据众议院通过的法案版本进行估算，该法案将导致 10 年内赤字增加 2.8 万亿美元，宾大沃顿预算模型的静态分析结果预测该法案将导致联邦收入减少约 4.35 万亿美元。特朗普政府希望通过增加关税收入以及刺激经济增长带来的财政收入，改善该法

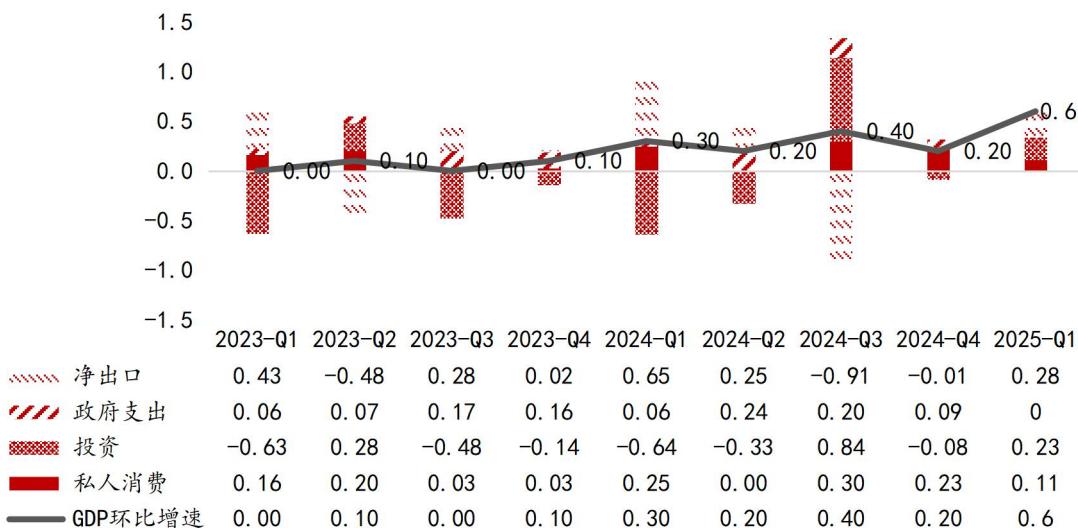
案的财政可持续性。自4月美国大范围加征关税以来，美国关税收入快速增长，5月关税收入为228亿美元，较去年同期增长270%，2025年累计关税收入较去年同比增长78%。多方预计2025年美国关税收入将额外增加2000亿美元，2026年将增至2500亿美元，但仍不足以弥补减税带来的收入缩减。在对经济的刺激效果方面，根据国会税收联合委员会估计，该法案对长期GDP仅能带来0.03个百分点的提振作用，几乎微不足道。长期来看，该法案对于美国经济的弊端显著高于收益。

2.欧洲：经济增长呈弱复苏态势，各国经济表现分化

欧元区：经济增长动能较弱，通胀保持平稳。2025年一季度，欧元区实际GDP环比和同比分别增长0.6%和1.5%¹，均较2024年四季度上升0.3个百分点。私人消费和政府支出增长势头减弱，一季度环比分别增长0.2%和0%，增速低于2024年四季度；投资明显回暖，环比大幅增长1.8%，是拉动经济增长的重要动力；贸易表现明显好转，一季度出口和进口环比分别增长1.9%和1.4%，带动贸易顺差扩大（图4）。工业和服务业表现有所回暖。2025年3月，工业生产指数大幅增长2.6个百分点至100.9，同比上升3.6%，为2023年7月以来首次突破100；服务业生产指数较2月提升1个百分点至116.7，同比上升2.9%，信息技术、公共服务、房地产等领域环比增速均超1%。从成员国表现看，西班牙表现较好，2025年一季度环比和同比分别增长0.6%和2.8%；法国、意大利仍保持缓慢增长，环比分别增长0.1%和0.3%，同比分别增长0.6%和0.7%；德国经济仍持续季度环比增速正负交替态势，一季度环比和同比分别增长0.4%和0%。

¹ 该统计为欧盟统计局初步数据。截至6月13日，欧盟统计局数据显示2025年一季度爱尔兰经济大幅增长，环比和同比分别上涨9.7%和21.1%，而爱尔兰中央统计局数据实际GDP环比和同比增速则分别为3.2%和13.3%，两者存在较大误差。后续欧盟统计局大概率将下调欧元区GDP增长数据。本报告仍将以欧盟统计局数据为准。

图 4：欧元区实际 GDP 增速贡献率 (%)



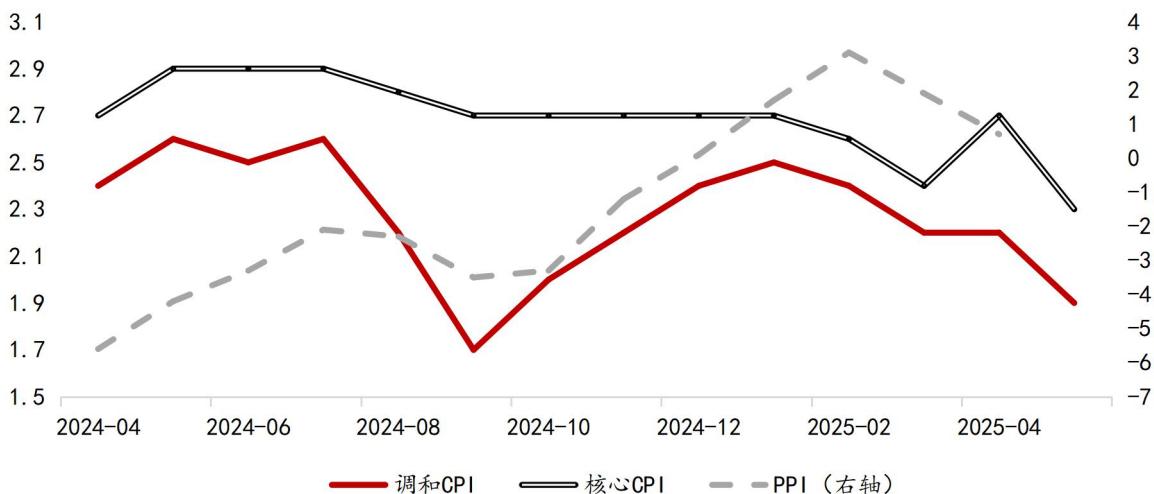
资料来源：Wind，中国银行研究院

2025 年二季度，欧元区经济呈弱复苏态势。一是私人消费增长动力减弱。劳动力市场维持平稳，4 月失业率为 6.2%，较 3 月小幅下降 0.1 个百分点。4 月，欧元区零售销售指数和消费信贷总额环比分别上升 0.1% 和 0.4%，增速较 3 月分别下降 0.3 个和 0.1 个百分点。**二是欧洲央行连续降息带动投资增长。**欧洲央行于 2025 年 1 月、3 月、4 月和 6 月分别降息 25 个基点，自 2024 年 6 月宣布降息以来八次下调基准利率，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 2.0%、2.15% 和 2.40%。利率持续下降提振投资者信心，6 月欧元区 Sentix 投资者信心指数为 0.2，为 2022 年 3 月以来第二次触及正区间。**三是欧元区贸易出现萎缩，对经济拉动作用减弱。**特朗普关税威胁明显削弱欧元区贸易增长表现，其负面效果开始显现。2025 年 4 月，欧元区出口同比下降 1.4%、进口同比小幅增长 0.1%，贸易顺差规模较 3 月明显缩小。

欧元区通胀保持平稳。2025 年 5 月，欧元区调和 CPI 同比增长 1.9%，核心 CPI 同比增长 2.3%，基本维持在央行目标区间。其中，服务通胀和食品通胀较高，5 月同比增速分别为 3.2% 和 3.3%；其他工业品价格小幅上涨 0.6%；能源价格大幅下跌 3.6%。工业生产者价格重新回落，5 月 PPI 同比上涨 0.7%，较

4月增速下降1.2个百分点（图5）。

图5：欧元区通胀同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望2025年三季度，欧元区经济增长挑战与机遇并存。一是私人消费增长动力减弱。受美国关税政策影响，欧元区消费者信心指数波动较大，消费增速可能延续小幅上升态势。二是欧盟“重新武装欧洲”计划将支撑政府支出与投资增长，但部分成员国主权债务风险可能加大。欧盟推出金额1500亿欧元的“欧洲安全行动”（SAFE）工具，为成员国提供长期贷款，用于防空系统、无人机以及航空运输等武器采购，将带动政府支出和军备领域私人投资，加上投资存在低基数效应，预计将成为拉动欧元区经济的重要力量。但希腊、意大利、法国、比利时等国政府债务占GDP比重较高，欧盟推动财政扩张可能将加大上述成员国财政压力。三是美欧贸易谈判存在较大不确定性，中欧合作有望成为支撑欧元区经济增长的抓手。特朗普政府对欧盟施压，将对欧关税提高至50%并延迟至7月9日执行，但美欧利益交换不对称且欧盟成员国内部存在分歧，加大了美欧谈判难度。6月11日，美国商务部长卢特尼克表示，欧盟可能是最后一个与美国达成贸易协议的经济体。预计2025年三季度欧元区实际GDP环比增速为0.1%，CPI同比增速为2.0%。

德国：经济增长动能较弱。2025年以来，德国仍维持环比增速正负交替的经济增长特征，一季度实际GDP环比增长0.4%。供给端看，制造业回暖态势不稳。二季度，德国产能利用率为77.7%，较一季度上升1.3个百分点。但工业生产指数则明显波动，继3月环比上升2.5%后，4月环比下跌1.9%。需求端看，劳动力市场表现平稳，支撑私人消费。4月，德国调和失业率保持3.6%，零售销售指数同比增长5.6%。消费者与投资者信心有所回暖。6月，GFK消费者信心指数为-19.9，较5月小幅上涨0.9个百分点，维持上行态势；Sentix投资者信心指数大幅上涨10.1个百分点至-5.9，为2022年4月以来最高位。

展望2025年三季度，新政府政策与贸易走势将成为影响德国经济表现的重要因素。德国“黑红”联合政府于5月6日上台并签署了《联合执政协议》，明确了宽松的财政政策方向，希望通过在基建、国防等领域发力，刺激经济增长。德国财政部长表示将为企业推出多项税收减免举措，包括购车减税、折旧扣除、将企业税率从15%降至10%等，预计将促进企业消费与投资活动。另一方面，美欧关税谈判进展缓慢，加大德国对美出口不确定性。德国作为出口导向型经济体，美国关税威胁直接影响其经济复苏。德国央行在6月6日发布的最新半年经济展望报告中表示，受美国政府加征关税影响，德国经济预计将于2025年陷入停滞，无法实现此前预期的温和增长。预计**2025年三季度，德国实际GDP环比增速为0%，CPI同比增速在2.1%左右。**

荷兰：政局动荡影响经济前景。2025年一季度，荷兰实际GDP增速环比和同比分别增长0.1%和2.2%。供给端看，荷兰工业具有一定韧性，4月工业生产指数同比上升0.7%，二季度产能利用率为77.5%，较一季度小幅上升0.3个百分点。需求端看，荷兰消费保持平稳，一季度最终消费支出同比增长1.6%，4月零售销售指数同比上升1.3%。进出口贸易增长势头有所减弱，4月荷兰出口和进口同比分别增长2.6%和0.9%，较3月分别下降3.2和4.4个百分点。

展望2025年三季度，荷兰经济增长不确定性加大。由于荷兰执政联盟关于

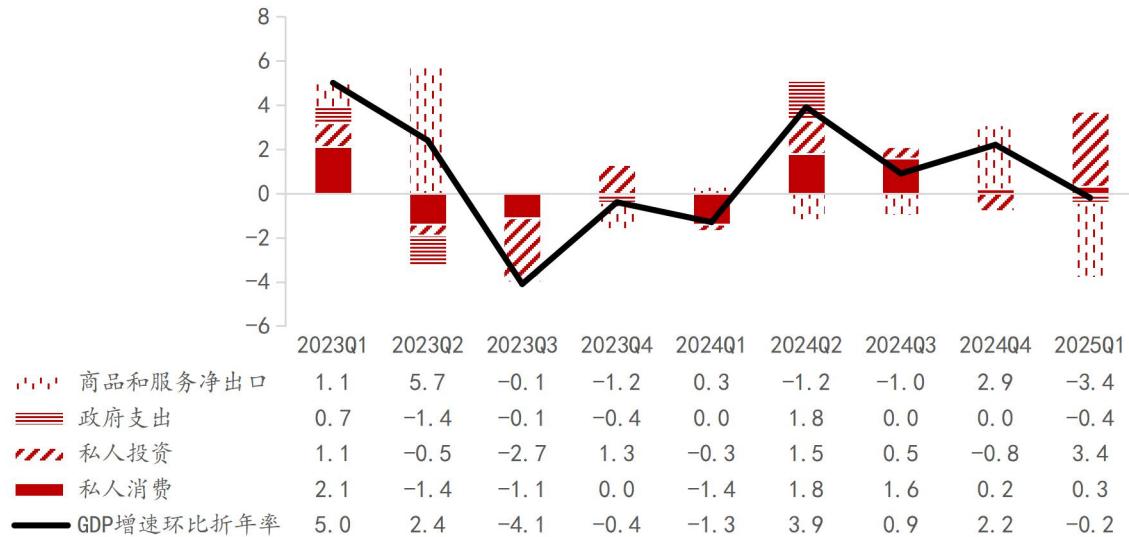
难民庇护政策出现较大分歧，荷兰首相斯霍夫于 6 月 3 日宣布辞职，政局不稳将影响消费者与投资者信心。美欧关税谈判结果尚不明朗，荷兰出口表现受市场需求下降、欧元升值等因素制约。预计 2025 年三季度荷兰实际 GDP 环比增速为 0.1%，CPI 同比增速在 3.0% 左右。

匈牙利：外部环境变化拖累经济增长。2025 年一季度匈牙利经济出现萎缩，环比下降 0.2%，是欧元区唯一出现负增长的国家。供给端看，工业生产下降是匈牙利经济下滑的主要原因。2025 年前 4 个月，匈牙利工业生产指数和工业产值同比降幅平均为 5% 和 4.5%。其中，电器设备制造、采矿业、机械设备、纺织服装等领域工业产值同比下跌幅度较大。需求端看，匈牙利政府推动个人所得税减免等政策，支撑私人消费增长。2025 年 4 月，匈牙利零售销售指数环比和同比分别增长 2.0% 和 5.0%。受外部风险影响，企业投资活动仍持续低迷，机械和汽车出口表现疲软也导致出口低迷。4 月，匈牙利出口金额同比下跌 1.7%，进口同比小幅增长 0.7%。

展望 2025 年三季度，中匈合作为匈牙利经济增长提供机遇。当前，汽车占匈牙利对美出口比重达 23%，美国对欧盟进口汽车加征关税将持续冲击匈牙利汽车产业。在此背景下，中国投资将成为匈牙利经济增长重要引擎，有望带动其生产与出口逐渐复苏。5 月，比亚迪等中国企业与匈牙利政府签署战略合作协议，在布达佩斯设立其欧洲总部，将为匈牙利提供经济增长动能。预计 2025 年三季度匈牙利实际 GDP 环比增速为 0.2%，CPI 同比增速在 4.7% 左右。

3. 日本：经济面临内外双重挑战，未来增长承压

2025 年一季度，日本实际 GDP 增速环比折年率为 -0.2%，时隔三个季度再度转为负增长。当前日本经济面临内需疲软和外需下降双重压力。

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

物价上涨导致居民实际工资下降，家庭削减高价商品支出，转向购买低价必需品。2025 年一季度，日本个人消费环比仅增长 0.1%，与上季度持平。大米、面包等主食以及鱼、肉、蔬菜等日常食品消费均表现疲软；冰箱、汽车等耐用商品的消费也较为低迷。服务业和制造业投资表现分化。2025 年一季度，日本企业资本支出同比增加 6.4%，达到 18.8 万亿日元(约合 1300 亿美元)，是 2007 年以来最高值。入境日本游客旅游消费推高服务价格，为酒店餐饮业扩大投资提供基础。食品企业投资增加 13%升级生产线，房地产开发商投资增加 11%建造酒店公寓。该投资热潮与日本政府力推的“观光立国”战略相呼应。4 月，特朗普对汽车征收全面关税政策生效，丰田、本田等日本车企减少国内投资以应对出口贸易不确定性。整个汽车产业链投资均下滑，为车企提供机床的工厂推迟设备更新计划。汽车厂商投资额同比下降 1.4%，工厂设备制造商同比下降 4.1%。

外需疲软拖累日本经济增长。2025 年一季度，日本商品出口环比下降 0.6%，是四个季度以来首次负增长。知识产权使用费出口大幅减少以及大型研发服务订单于 2024 年四季度结束使得日本出口收缩，汽车、钢铁等支柱产业出口分别

下降 5.8%、12.3%。进口增长 2.9%，飞机、半导体和网络服务等进口增加，反映出日本依赖能源和高端设备进口。“出口下滑，进口扩大”暴露出日本经济结构性问题。一季度，净出口对实际 GDP 环比折年率的贡献率由上季度的 2.9% 大幅降低 6.3 个百分点至 -3.4%。

通胀维持上涨。受日本政府能源补贴暂停以及“大米荒”影响，日本核心通胀升至新高。2025 年 5 月，日本 CPI 同比增速 3.5%。去除生鲜食品后的核心 CPI 同比增速上升 0.2 个百分点至 3.7%，连续第三个月增长，创下自 2023 年 1 月以来的最高增速。食品价格上涨是主因，大米价格同比上涨 101.7%，环比上涨 3.4%。此外，电力和燃气价格均同比上涨。日本央行表示，其更关注服务价格上涨，而非目前由商品价格主导的通胀模式。在 6 月议息会议上，日本央行维持 0.5% 的利率水平不变。

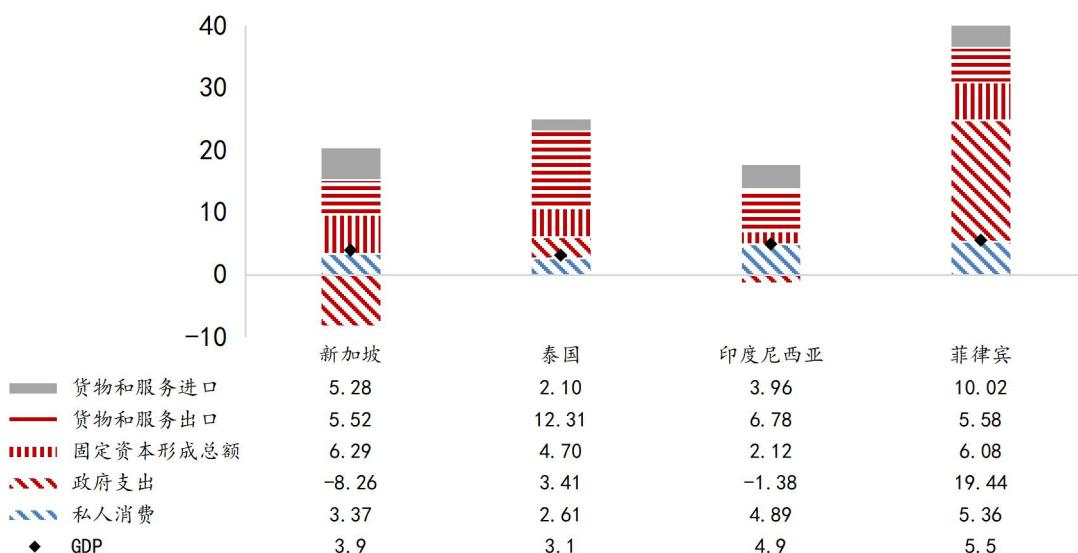
展望三季度，日本经济可能面临内外双重困境。一方面，内需修复动能不足。实际工资下滑导致日本居民消费低迷。4 月，日本劳动者平均薪资同比增长 2.3%，扣除通胀的实际工资同比下降 1.8%。薪资上涨主要由“春斗”加薪以及全国最低时薪上调支撑，但加薪幅度有限且低收入群体收入增长幅度较小。根据日本媒体报道，2024 财年日本家庭消费支出中用于食品的开支占比达到 28.3%，为 1981 财年以来的最高水平。日本政府用于支持国内需求相关的财政支出增幅有限。3 月末，日本国会通过 2025 年财年（2025 年 4 月至 2026 年 3 月）预算案，预算总额 115.2 万亿日元，创历史新高，主要源于防卫预算的大幅增长。与民生相关的社会保障费、文教科学振兴费等支出，在考虑物价上涨后实际呈现负增长，这意味着未来一个财年日本公共开支对于私人消费的托底保障作用有限，财政预算扩张可能无法显著支持实体经济增长。另一方面，对美贸易谈判进展缓慢。截至目前美日两国围绕关税议题已进行 6 轮谈判，但双方分歧较大，汽车及钢铝关税是分歧焦点。汽车是日本支柱产业，且高度依赖海外市场。汽车制造业产值占日本制造业总体产值约 20%，2024 年，对美国汽

车出口占日本汽车总出口量的 32.5%。美国对汽车及其零部件加征关税，将对日本出口及国内经济带来较大冲击。4月，美国对进口汽车加征 25%关税生效，日本对美出口额同比下降 1.8%，是 4 个月来首次出现下降。其中，汽车出口额同比下降 4.8%。4 月和 5 月，按照合同计算的日本对北美乘用车价格连续两个月下跌，跌幅分别为 8.1% 和 18.9%。汽车出口单价跌幅快于出口额，表明日本汽车厂商在自行承担关税成本，降低售价以稳定出口。车企经营压力会对产业链上下游的企业产生负面溢出效应。企业盈利疲软直接冲击薪资增长，进一步削弱消费复苏动力，企业投资行为将更趋于谨慎。预计 2025 年三季度，日本实际 GDP 环比折年率在 0.6% 左右，CPI 同比增速在 3.6% 左右。

4. 东盟五国：经济增速放缓，关税不确定性冲击较大

2025 年一季度，新加坡、越南、泰国、印度尼西亚 GDP 同比回升分别增长 3.9%、6.93%、3.1%、4.9%，分别较去年四季度降低 1.1、0.62、0.13、0.15 个百分点。其中，越南未达政府设定目标，印度尼西亚为 2021 年三季度以来最低增速。五国中仅菲律宾 GDP 增长 5.5%，较去年四季度提高 0.31 个百分点。

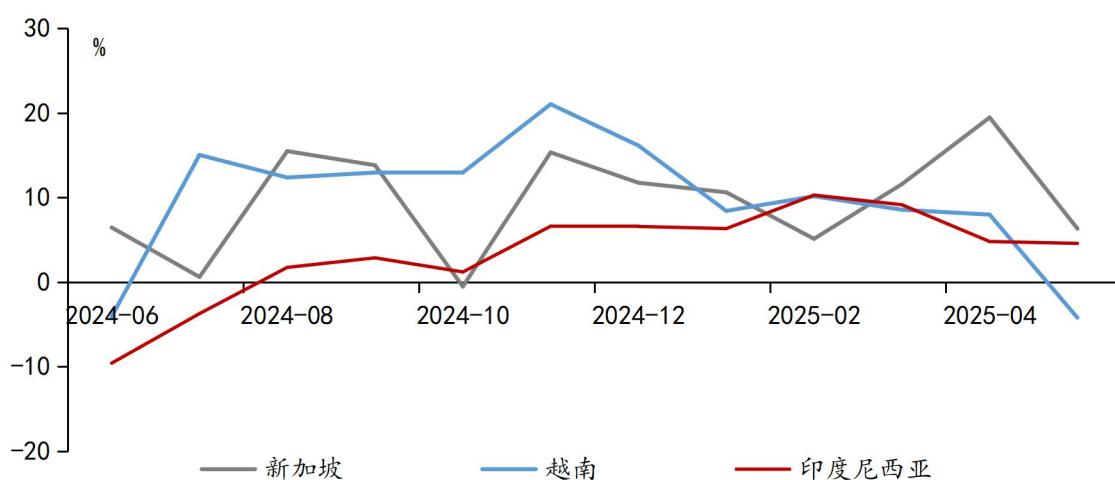
图 7：部分东盟国家 2025 年一季度 GDP 及其分项同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

政府支出与私人消费疲软拖累整体增速。2025年一季度，新加坡私人消费同比增速为3.37%，虽较上一季度的2.22%有所回升，但仍明显低于去年同期的5.64%。而政府消费支出同比增速则较上一季度大幅降低7.95个百分点至-8.26%。越南商品零售总额和消费服务收入同比增长7.5%，虽高于2024年同期增速，但仍低于2023年同期增速。2025年5月，越南CPI同比增长3.24%，较上月上升0.12个百分点。餐饮、文娱旅游等价格涨幅放缓。泰国家庭债务压力持续，汽车等耐用品消费增长乏力。2025年一季度，泰国耐用品支出同比减少1.4%，汽车购买量同比下降2%。私人消费在印度尼西亚GDP中占据50%以上比例，但2024年以来持续呈现走弱态势，2025年一季度增速仍低于5%以下。此外，2025年2月成立的主权财富基金Danantara激进的干预措施在一定程度上挤压FDI的投资空间，总统普拉博沃减少基建预算的措施引发市场担忧，一季度印度尼西亚投资仅同比增长2.12%，较上季度降低2.91个百分点，为2023年下半年以来的最低点。得益于抢出口策略，东盟五国出口表现较为亮眼。2025年5月，新加坡、越南、印度尼西亚、泰国、菲律宾¹出口同比分别大幅增长11.4%、20.7%、5.8%、2.9%、7%，新加坡和越南贸易顺差同比分别增长52.6%、155.1%。

图8：部分东盟国家出口同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

¹ 印度尼西亚、泰国、菲律宾为4月数据。

展望 2025 年三季度，东盟五国经济增长的不确定性较大，主要原因或在于美国关税冲击。作为出口导向型经济体，美国是东盟五国重要的贸易伙伴，“对等关税”生效将对这些国家的制造业产值、就业增长、投资需求及消费信心产生较大影响。美国 4 月初宣布加征的关税税率为：越南 46%，泰国 36%，印度尼西亚 32%，马来西亚 24%，菲律宾 17%，新加坡 10%。目前东盟国家与美国集体谈判的态度明确，东盟轮值主席安瓦尔郑重表示东盟 10 国已经达成共识，坚决不会在与美国的双边贸易协议中损害其他成员国的利益。若双方未能在 7 月前达成一致，东盟国家较为依赖美国市场的相关产业及与之相关的航运服务将受到较大影响，如印度尼西亚的鞋服产业、越南的电子产业等。2024 年，印度尼西亚服装、鞋靴出口中，分别有超 60%、33% 的产品销往美国，越南出口总额的 29% 以上流向美国。此外，关税政策不确定性或将使上述国家失去成本优势，从而导致 FDI 减少。根据 IMF 预测，当前的关税政策将使部分亚洲经济体¹出口增速减少 5.1 个百分点，实际 GDP 增速减少 0.9 个百分点。同时，东盟第一大经济体印度尼西亚为摆脱过度依赖资源而进行的经济转型进展较慢、政策摇摆不定等因素对国内需求造成抑制。在此背景下，上述部分国家已下调 2025 年增长预期。新加坡将全年增长预测区间从 1%-3% 下调至 0%-2%。泰国将全年增长预期从 2.3%-3.3% 下调至 1.3%-2.3%。宽松货币政策或将对经济增长形成支撑，但程度有限。美国“对等关税”政策发布后，菲律宾、新加坡和泰国央行调降货币政策利率，以采取宽松货币政策应对经济预期走弱，预计上述国家在通胀放缓及关税压力下或将继续降息。综合来看，预计 2025 年三季度，新加坡、越南、泰国、印度尼西亚、菲律宾实际 GDP 同比增速分别在 2%、5.5%、1.9%、5%、5.7% 左右，CPI 同比增速分别在 1.5%、2.9%、-0.2%、1.8%、2.7% 左右。

5.印度：经济增速超预期，投资领域表现亮眼

2025 年一季度，印度实际 GDP 同比增长 7.4%，超出市场预期的 6.7%。私

¹ 包括：孟加拉国、文莱、柬埔寨、印度、印度尼西亚、老挝、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国和越南。

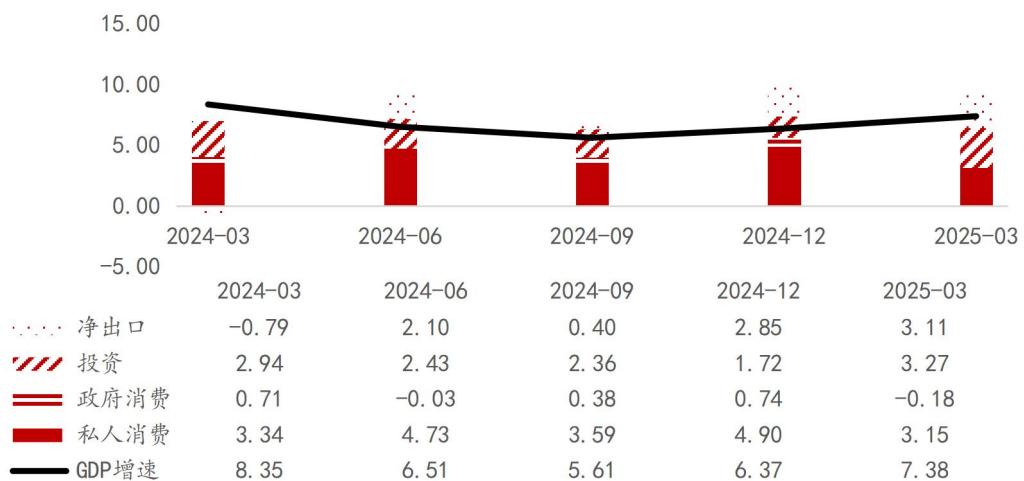
人最终消费支出同比增长 6.0%，占 GDP 比重 58.3%；政府最终消费支出同比下降 1.8%；固定资本形成同比增长 9.4%，占 GDP 比重 31.0%；出口同比增长 3.9%，进口同比下降 12.7%，净出口对经济增长形成正向贡献。印度 CPI 呈现连续下降态势，一季度 CPI 指数同比上涨 3.7%，较前一年的 4.9%明显下降。5 月 CPI 已降至 2.82%，其中食品通胀率降至 0.99%，显示出印度当前的通胀压力显著缓解。

私人消费呈现结构性分化。农村消费复苏显著，2025 年一季度农林渔业增加值增长 8.7%，叠加农村就业改善，推动食品、耐用品消费回暖；但城市消费动能减弱，商业车辆销售在 2025 年一季度仅增长 1.5%，反映中小企业信心不足。政府支出方面，2024 全年政府最终消费支出增长 8.2%，但 2025 年一季度受选举年财政谨慎影响，政府最终消费支出同比收缩了 3.2%，地方政府依赖商品及服务税税收增长维持基建支出，同期商品及服务税收入增长 10.3%。**投资领域表现亮眼。**固定资本形成连续两季度双位数增长，主要得益于政府主导的基建项目推进和私营部门房地产市场的回暖，建筑业增加值在一季度增长 10.8%，金融、房地产和专业服务增加值增长 10.9%。制造业投资增长 7.8%，但呈现分化态势，金属制品等中游行业增长较强，而消费品制造领域动力不足。净出口方面，进口收缩主要因能源价格回落和国内需求疲软，出口韧性来自服务业，尤其是软件和旅游出口，但商品出口受全球贸易疲软影响增长乏力。

展望第三季度，印度经济仍然面临一些挑战。私人消费的可持续性面临挑战，农林渔业方面，2025 年季风降雨预测偏正常，但小麦产量在 2025 年一季度同比下降 2.7%，可能对农村收入形成一定压力；城市消费则受信息技术行业裁员影响，外包需求下降抑制白领消费能力。政府支出方面，大选后新政府可能启动新一轮基建刺激计划，如“全民住房”计划延期，但财政赤字率已达 6.2%，商品及服务税税收增速放缓至 8.3%，制约支出扩张空间。投资领域需警惕外部冲击，美国对印度钢铁、铝加征 25%关税于 2025 年 6 月生效，可能打击印度出

口导向型制造业，拖累固定资本形成增速。净出口方面，服务出口仍具韧性，国际货币基金组织预测印度 2025 年服务业出口增长 9%，但商品出口可能因关税战收缩，叠加能源价格反弹，净贸易可能转为负贡献。预计 2025 年三季度印度实际 GDP 增长 6.7% 左右，CPI 同比增速在 3.5% 左右。

图 9：印度实际 GDP 同比增速及分项贡献（%）



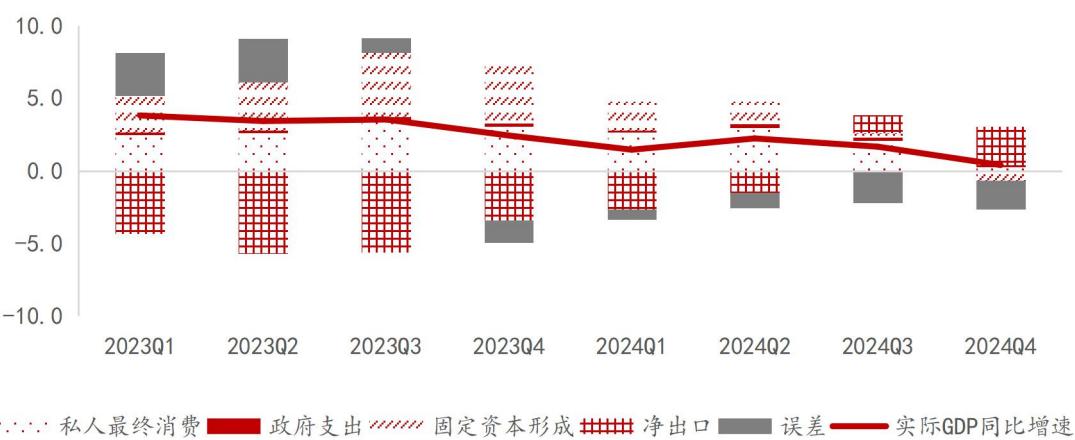
资料来源：Wind，中国银行研究院

6. 墨西哥：内外部因素交织影响下，经济增长面临的不利因素增多

2025 年一季度，墨西哥实际 GDP 同比增长 0.8%，增速较 2024 年四季度小幅回升 0.4 个百分点。在全球贸易摩擦中，墨西哥短期税率优势凸显，出口成为拉动经济增长的重要动力。经过数次调整后，美国对符合《美墨加协定》(USMCA) 原产地规则的进口商品免税；不符合原产地规则的商品根据“芬太尼令”征收 25% 关税，“芬太尼令”终止后征收 12% “对等关税”。标普全球报告显示，美国进口墨西哥商品中满足原产地规则的商品占比为 48.9%，考虑特朗普政府最新关税政策后，美国进口墨西哥商品平均关税税率为 5%-8%。关税优势推动墨西哥出口表现亮眼。4 月，墨西哥出口规模同比增长 5.8%，其中对美出口同比增长 4.4%。近期，墨西哥积极推动本土化生产，进口规模同比减小 1.2%，其中自华进口规模同比减少 1.1%。出口扩张、进口减少导致墨西哥 4

月贸易逆差由去年同期的 37.5 亿美元大幅缩小至 8810 万美元。外资流入延续增长态势。一季度，墨西哥 FDI 同比增长 5.4% 至 213.7 亿美元，规模创历史新高，其中 15.8 亿美元为新增投资，规模较 2024 年一季度增长 165%。失业率和通胀走高导致私人消费增速放缓。墨西哥失业率由 3 月的 2.22% 小幅回升至 4 月的 2.54%，CPI 同比增速由 3 月的 3.80% 持续走高至 5 月的 4.42%。

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 年三季度，内外部因素交织影响墨西哥经济增长走势。对外，美国关税政策成为影响墨西哥经济表现的重要外部因素。10 月，美国和墨西哥将启动磋商，为 2026 年修订 USMCA 做准备。相较于实施反制，墨西哥更偏向于与美国加强磋商，具体举措包括积极解决“芬太尼”问题、在对华态度上试图与美国保持一致等。墨西哥总统辛鲍姆表示，墨西哥希望避免对美国征收报复性关税。6 月，惠誉发布《2025 年中期全球主权债券展望》，认为墨西哥 2025 年将陷入衰退，主要原因是美墨贸易关系不确定性持续存在。对内，墨西哥出台改革措施以促进经济发展，但政策有效性面临财政压力。4 月，墨西哥政府公布 2025 年至 2030 年国家发展计划，计划投资超千亿美元推进 100 项工程，重点聚焦经济转型、产业自主化、能源绿色化与社会福利改革。基础设施建设成为重要方向，墨西哥政府 6 月发布声明，计划投资 4000 亿比索用于铁路、公

路、能源、通信等关键领域基础设施建设。但债务压力成为重要掣肘。截至 4 月底，墨西哥国家公共债务累计达到 17.5 万亿比索，债务规模与 2025 年政府预算支出的比例达到 94.3%。预计 2025 年三季度，墨西哥实际 GDP 同比增速在 -0.4% 左右，CPI 同比增速在 3.6% 左右。

二、国际金融回顾与展望

(一) 跨境资本流动：亚太和北美地区 FDI 有所反弹，美元配置再平衡引发证券投资流向调整

跨境直接投资：逐步从低迷中反弹，地缘政治因素显著影响资本流动格局。2024 年，全球 FDI 同比下降 11%（排除通过欧洲管道经济体的 FDI 流入），连续第二年下滑。其中，德国 (-60%)、意大利 (-35%)、西班牙 (-13%) 和法国 (-13%) 等 18 个欧盟国家均下降，美国上升 10%；亚洲、拉美发展中经济体分别下降 7%、9%，非洲激增 84%。2025 年以来，企业恢复对亚太和北美发展中经济体投资。土耳其、墨西哥、越南、泰国、印尼吸引外资规模均大幅增长。批发零售、加工制造、数字产业、矿产冶金是不同国家外资流入重点行业。2025 年一季度，流入土耳其的 FDI 金额达到 30 亿美元，同比增长 89.3%。其中，批发和零售贸易吸引 FDI 最多，占比达 48%，其次是制造业（22.2%）、金融和保险业（9.4%）。在北美供应链重构背景下，墨西哥正从“低成本制造中心”向“北美供应链战略支点”转型，为其吸引外资带来多重机遇。2025 年一季度，墨西哥吸引 FDI 规模 214 亿美元，同比增长 5.4%，创季度最高纪录。2025 年前五个月，越南吸引外资流入规模 184 亿美元，同比增长 51.1%。加工制造业居于首位，投资额占比达 56.5%，其次是房地产业（27.1%）。2025 年一季度，泰国吸引外商投资额 4312.4 亿泰铢，增幅高达 97%。数字产业、电子电器、汽车与零部件等是主要投资领域，占比分别为 22.0%、20.4%、5.4%。2025 年一季度，印尼吸引 FDI 流入 230.4 万亿印尼盾，同比增长 12.7%。基础金属及金属制品、采矿业和化工制药为外商投资重点领域，占比分别为 25.3%、8.3%

和 6.3%。在美国对汽车、钢铝分别加征 25%、50% 全球普遍关税之后，赴这些地区开展投资的企业可能更侧重于服务当地市场。

在区域经济增长乏力和美国保护主义措施影响下，德国、法国等欧洲积极引进外资。德国政府设立了多个经济园区和自由贸易区，通过税收优惠、简化审批流程、优化营商环境等积极吸引外资，并提供研发补贴和知识产权保护，鼓励企业进行技术和管理创新。法国在人工智能领域已获得 170 亿欧元投资，2025 年“选择法国”投资峰会上又获得 200 亿欧元外国投资，创历史新高。

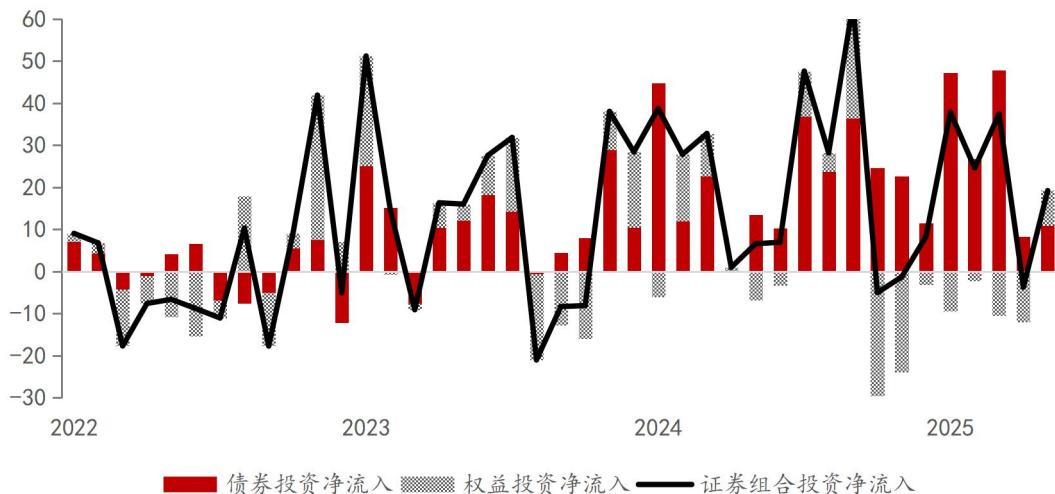
受美国关税政策影响，多家企业增加在美国投资。现代汽车宣布，2025-2028 年将在美国投资 210 亿美元，包括建立钢铁工厂。这是其在美国最大规模投资，超过 1986 年进入美国市场以来的累计投资额（205 亿美元）。德国汽车制造商大众集团正考虑在美国为旗下高端品牌奥迪和保时捷设立生产基地，以避免受到特朗普关税政策的影响。日产、本田、沃尔沃等均考虑将部分车型生产迁至美国。

展望 2025 年下半年，地缘政治因素将继续主导全球跨境直接投资，FDI 增长前景不容乐观。6 月联合国贸发会议（UNCTAD）发布的报告指出，若地缘政治冲突得不到缓解、主要经济体产业补贴政策持续加码，全球 FDI 可能连续第三年下滑，“投资碎片化”现象或将更突出。美国关税措施影响 FDI 流动，跨国企业投资可能面临在美国和其他非美国家间“二选一”问题。美国对东南亚纺织品的“原产地审查”，将使全球纺织业 FDI 下降。《美国优先投资备忘录》释放美国加强对部分地区跨境直接投资往来监管的信号；要求联邦资金支持的项目必须使用 60% 以上的美国本土材料，这一政策将导致加拿大铝业、巴西钢铁等企业退出美国基建市场，相关领域 FDI 下降。

证券组合投资：投资者避险情绪上升，全球资金流向发生转变。2025 年一季度，在特朗普 2.0 交易下美国国际资本净流入规模达 4484.5 亿美元，环比回

升 21.1%，欧洲市场在 1 月实现 173 亿欧元净流入后，连续两个月重返净流出局面。4 月特朗普政府宣布“对等关税”政策，金融市场剧烈波动，全球风险重新定价，美国资本市场一度出现较大规模资金流出，欧元区成为全球资金配置的替代选项，日本证券投资由净流入转为净流出。经历流动性冲击后，新兴市场跨境资本再度回流。根据国际金融协会（IIF）统计，2025 年 4 月新兴市场证券投资一度陷入停滞，净流出规模为 36.9 亿美元，随后 5 月再度净流入 192.3 亿美元；前 5 个月新兴市场证券组合投资累计净流入 1153.6 亿美元，同比增长 7.9%，环比增加 23.1%。受避险情绪影响，新兴市场资金流入以债券投资为主，权益投资剧烈波动，4 月投资波动标准差处于过去四年高位。

展望 2025 年下半年，全球资产组合寻求安全选项，美国与非美地区资本流动分化态势有所收敛。面对高度不确定性的政策与市场环境，避险情绪与风险偏好将频繁切换，全球证券投资步入波动调整期。随着投资组合“去美元化”，美国资本流入的总体节奏将显著放缓。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%。国际资本寻求对冲与替代选项，欧元区可能阶段性迎来较大规模资金流入，德国证券投资净流出金额将由 2024 年 340 亿美元收窄至 202 亿美元，意大利等成员国将延续净流入态势。在加息周期下，日本证券组合投资将从净流出 950 亿美元转为净流入 210 亿美元。投资者情绪保持谨慎，对新兴市场证券投资表现分化。欧洲新兴市场可能受益于地缘冲突以及财政前景改善，中东与中亚地区证券投资净流出规模收窄。亚洲地区总体稳健，中国等部分经济体投资吸引力上升，但在关税冲击下部分国家资本流动依然面临较大考验。权益与债券投资在不同区域表现分化。由于对美日等发达经济体债务可持续性的担忧上升，债券特别是主权债投资可能面临流动性压力。对于新兴市场，债券投资相对而言更具有韧性，资金流入将主要集中于中国等发展稳定的经济体以及巴西等利率水平较高的国家。

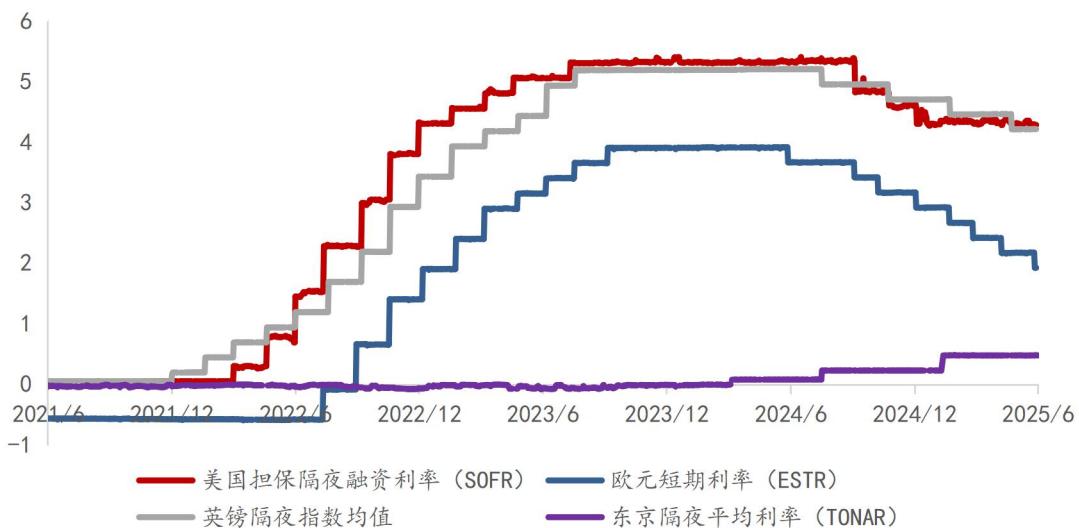
图 11：新兴市场证券组合投资净流入（十亿美元）


资料来源：IIF，中国银行研究院

（二）货币市场：美元货币市场面临扰动，警惕美元流动性冲击

2025 年二季度，美联储维持政策利率目标区间不变，美元流动性结构失衡压力得到缓解，美联储自 2025 年 4 月 1 日起放缓缩表，美元流动性在四月上旬仍延续此前紧张的趋势，此后整体保持宽松，美元 SOFR 利率自高位回落至 4.28% 左右，主要货币对掉期基差保持平稳（除月末时点外）。截至 2025 年 6 月 16 日，美元流动性整体变动有限，其主要代表工具美联储准备金和逆回购使用余额合计下降 0.04 万亿美元。欧元、英镑等货币市场利率跟随政策利率同步下降，欧元 €STR 利率由 2.4% 下降至 1.93%。截至 2025 年 6 月 16 日，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 0.12 万亿美元。日元投机性净多头仓位维持高位，避险资金回流日本的趋势较为明显。

图 12：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 年三季度，全球货币市场主要呈现以下特征。

1. 货币市场美元利率维持相对高位，警惕美债集中发行收紧货币市场流动性。当前，美国仍处于缩表周期，美元超额流动性已降至历史低位，对美债供给的承接能力受限。截至 2025 年 6 月 16 日，代表美国非银机构流动性水平的美联储逆回购使用余额自 2025 年 4 月初的 0.62 万亿美元下降至 0.58 万亿美元，尤其是隔夜期限的逆回购使用余额仅为 0.17 万亿美元，处于历史低位；同期，代表美国银行流动性水平的美联储存款准备金规模维持在 3.43 万亿美元的高位，意味着美国不同类型机构间流动性仍维持分化态势，美元流动性结构性压力点仍存。2025 年三季度，美债供给冲击或将集中释放。由于美国财政部面临补充财政部 TGA 账户余额以及对此前“非常措施”挪用资金予以偿还的需求，在特朗普“美丽大法案”（One Big Beautiful Bill Act）通过后，预计 7 月至 9 月美债供给冲击将开始释放，进而大幅收紧美元流动性，对美元货币市场带来一定考验。

图 13：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

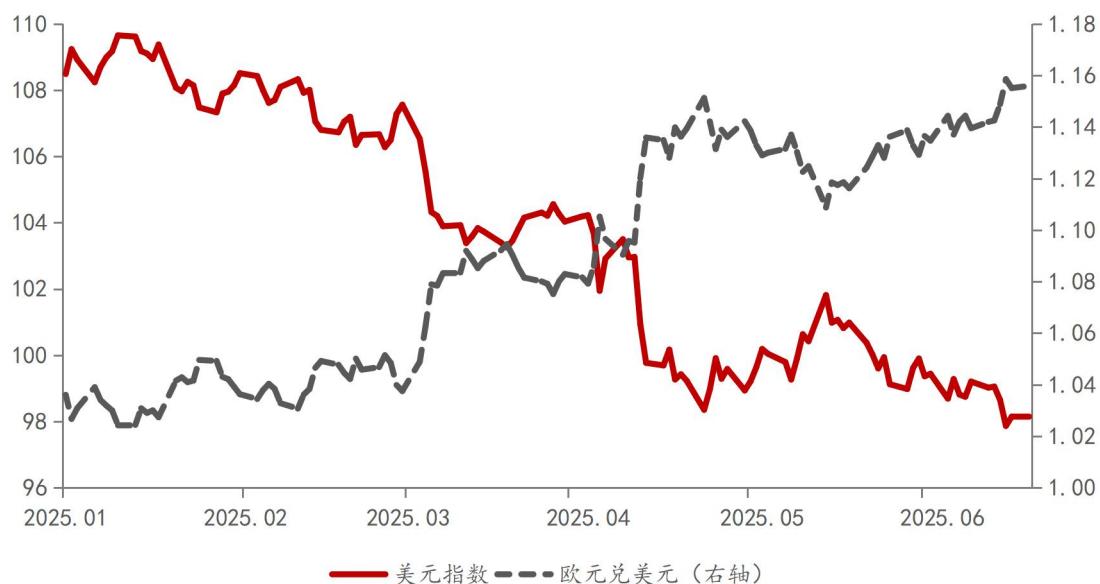
2. 市场主体调整持有的美元资产加剧货币市场风险，跨市场联动性将有所增强。展望 2025 年三季度，美债市场在供给冲击下进一步承压，美元资产敞口较大的市场主体加速调整美元资产，将进一步放大流动性风险的传导。这将导致美国对冲基金等逐利机构，降低其美债互换利率利差交易（Swap Spread Trade）、美债基差交易（Basis Trade）、高杠杆组合交易，资金大幅流出可能将加剧全球货币市场波动。随着美欧间政策利差收敛，或将加剧美元流出态势。日元流动性在三季度大概率将继续收紧。此外，由于地缘局势不确定性较高，日元、瑞士法郎等避险货币的跨境资金流入预计将进一歩增加。

（三）汇率市场：美元指数双向震荡，政策反复加剧汇率波动

2025 年上半年，随着美元指数走弱，全球外汇市场调整。美元指数冲高 109.6567 后波动下行至 98 水平，较年初贬值 9.5%。经历 4 月政策冲击与市场动荡后，美元指数进一步下挫，弱美元逐步成为市场共识。非美汇率巩固转折势头，全球超过 61% 货币兑美元汇率实现不同幅度升值。非美发达经济体货币

普遍升值，避险货币快速走强。截至 6 月 16 日，欧元兑美元汇率回升至 1.15 以上水平，较年初升值 11.6%，瑞典克朗、挪威克朗、丹麦克朗、瑞士法郎、日元、英镑、加元、澳元兑美元汇率分别升值 16.6%、14.8%、11.7%、11.4%、8.6%、8.5%、6.0% 和 5.4%。新兴市场货币经历波动后总体回升，东欧、非洲、拉美货币涨幅居前，俄罗斯卢布、加纳塞地、赞比亚克瓦查、匈牙利福林、捷克克朗、巴西雷亚尔兑美元汇率分别升值 44.3%、42.7%、14.5%、14.2%、13.4% 和 12.5%。在政策冲击下，亚洲货币兑美元汇率变动表现并不均衡，韩元、新加坡元、马来西亚林吉特、泰铢、菲律宾比索、印度卢比、印尼卢比、越南盾兑美元汇率分别较年初变动 8.3%、6.7%、5.4%、5.0%、2.5%、-0.5%、-1.0% 和 -2.3%。

图 14：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

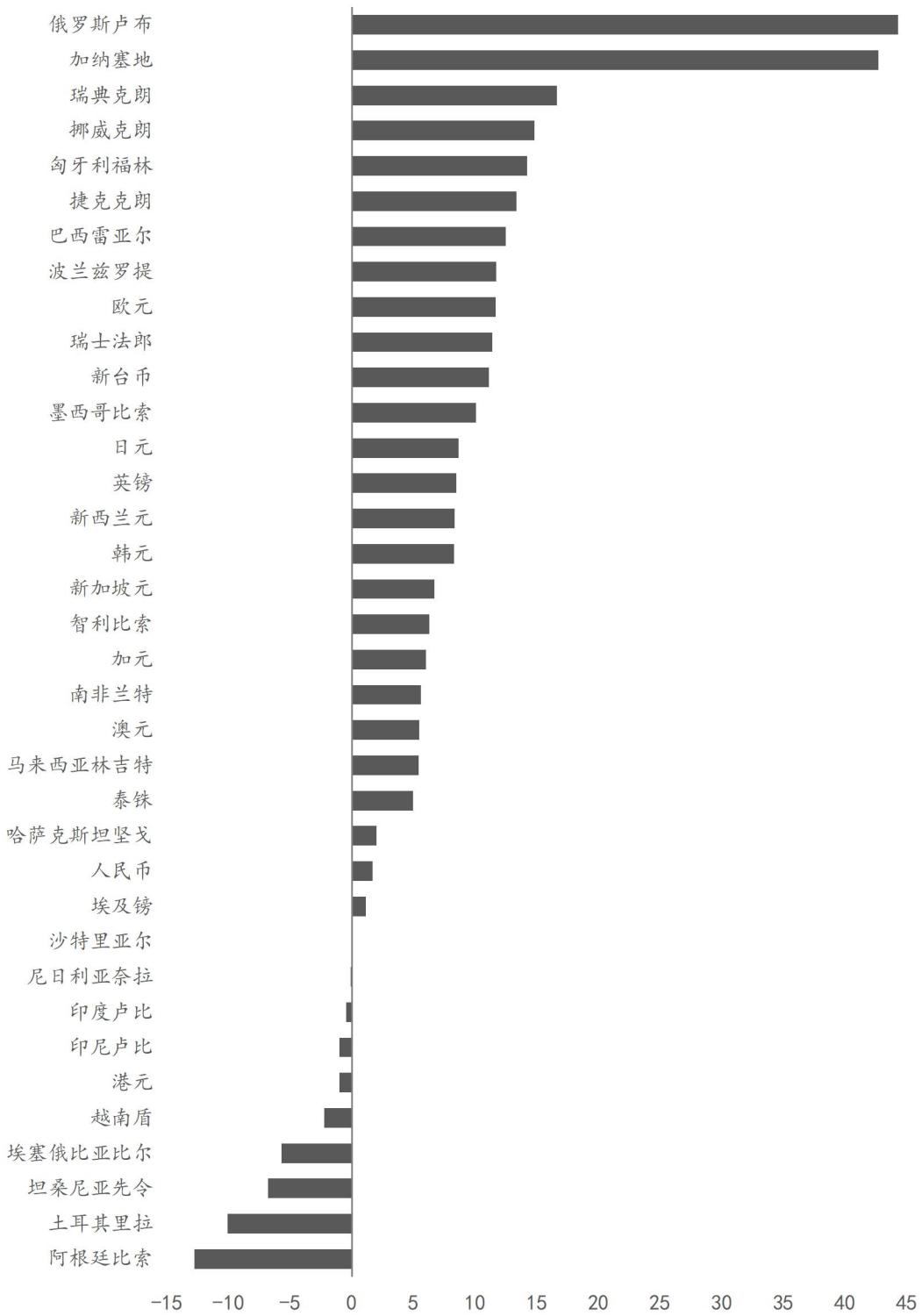
展望 2025 年三季度，全球外汇市场主要呈现以下特征。

1. 美元指数在走弱基调下横盘调整，避险货币汇率维持相对高位。多空因素交织，预计美元指数将在走弱基调下横盘波动。全球投资组合从超配美元到“去美元化”，下半年美联储降息以及美债发行扩张，将对美元指数带来一定

下行压力。特朗普政府减税、放松监管等政策可能短期内改善经济增长预期，对美元指数形成一定支撑。然而，不论“去美元化”还是经济前景变化，均非系统性调整，难以对现有美元指数走势形成单向突破。受政策不确定性以及避险情绪影响，欧元、瑞士法郎等避险货币成为对冲选项，兑美元汇率将维持高位。特别是欧元迎来“全球时刻”，可能阶段性大幅走强，超越基本面估值表现。

2.亚洲货币总体表现平稳，东欧与拉美货币将面临回调。亚洲经济总体稳健，其货币兑美元汇率在经历剧烈波动后有望延续平稳态势。长期套息交易积累大额美元资产，面临资金回流或汇率对冲需求，可能引发部分亚洲货币阶段性走强。在加息周期下，日元汇率倾向于升值，但关税冲击以及经常账户顺差收窄将拖累汇率升值幅度，应警惕日元短期多头头寸逆转所引发的平仓风险。特朗普政府贸易政策反复调整将对韩国、越南等国家货币汇率造成较大影响。在高通胀、高债务背景下，土耳其依然深陷货币困局，美元兑里拉汇率持续处于历史高位。俄罗斯卢布、波兰兹罗提等东欧地区货币汇率预计将冲高后回落。对于拉美货币，阿根廷比索在经历下挫后依然承压，巴西雷亚尔、墨西哥比索、秘鲁索尔等货币可能小幅回调。

3.外汇市场高度敏感，政策不确定性加剧汇率波动。摩根大通 G10 与新兴市场外汇 1 个月波动率在 2025 年 4 月 11 日分别冲高 13.24% 和 10.29%，随后回落至 8.75% 和 7.28% 水平。未来，全球经济形势与政策仍面临高度不确定性，国际资本流动更加复杂多变，加剧外汇市场总体波动。截至 2025 年 6 月 16 日，俄罗斯卢布、土耳其里拉汇率 6 个月隐含波动率超过 20%，哥伦比亚比索、智利比索、南非兰特、匈牙利福林、墨西哥比索、挪威克朗、瑞典克朗、波兰兹罗提、日元、韩元、新西兰元、澳元等货币 6 个月汇率隐含波动率均超过 10%。在关税谈判中，特朗普政府对他国货币政策及汇率的任何表态，都可能引发市场对于“海湖庄园协议”的猜测，导致外汇市场短期震荡。

图 15：主要货币兑美元汇率较 2025 年初变动 (%)


注：数据截至 2025 年 6 月 16 日

资料来源：Bloomberg，中国银行研究院

专栏 4：美国稳定币市场最新进展、监管动态及对美元地位的影响

近年来，在全球数字货币发展的大潮中，美国的发展路径不同于其他主要经济体。这主要体现为，美国抑制央行数字货币 CBDC 发展，支持私有数字货币发展。特朗普政府及新一届国会进一步强化了这一过程。主要经济体发展 CBDC 的动因之一是“去美元化”，而美国发展数字货币则是为了巩固美元的全球霸主地位。当前，稳定币正在并有可能对美元全球地位带来深远和重大影响。

主流形式的稳定币以现有货币及资产中最稳定和最具全球地位的传统货币为基础，同时纳入现代数字货币及资产的技术优势。由于美元及国债目前仍然是最稳定和最具有全球地位的传统货币及资产，目前全球 99%以上稳定币发行以美元及其资产为基础，这远高于美元在全球支付中 50%左右的占比，以及美元在全球官方外汇储备中 58%左右的占比。因此，从这个意义上而言稳定币实际上就是美元数字货币。

美国联邦机构和国会加速稳定币监管和立法是推动其深化发展的重要步骤。2025 年 2 月特朗普上任伊始即发布行政令“加强美国在数字金融技术领域的领导地位”，其旨在禁止联邦机构发行 CBDC，同时推动数字资产和区块链技术发展，以确保美国在该领域的领先地位。4 月美国 SEC 发布稳定币指引，要求其 1: 1 与美元挂钩和可赎回，以美元高流动性、低风险资产（包括国债）等支持，并仅作为交换媒介、支付机制或价值存储手段而非用于投资盈利。6 月美国参议院通过了《指导与建立美国稳定币国家创新法案》（Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act, GENIUS）。这是美国首部系统性监管稳定币的法案，其涵盖稳定币定义、发行机构注册、赎回、储备、报告和审查等关键条款。其要点主要体现为：稳定币可按预定金额（如 1 美元）赎回；每一美元稳定币发行需要至少持有 1 美元“许可储备资产”，包括现金、有保险存款、短期国债、国债担保回购和逆回购、政府货币市场基金、央行准备金等。这标志着美国稳定币的发展进入了立法认可和保障阶段。该法案目前待众议院通过及总统签署成为法律。美国财政部长贝森特（2025 年 6 月）指出，稳定币立法将创造一个市场，该市场将在全球范围内扩大美元的使用。

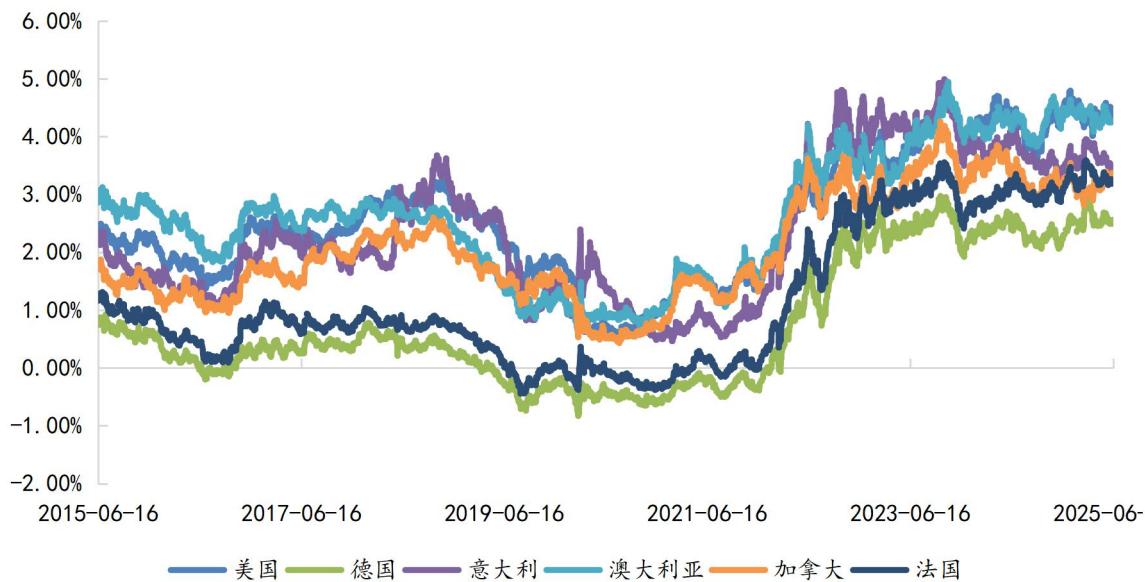
稳定币对美元、国债资产的发展及其全球地位巩固产生一定影响。GENIUS 法案要求稳定币的发行持有美元现金或类似高流动性资产，特别是到期时间在 93 天或以内的（超短期）国债作为储备。稳定币发行增长无疑会增加对短期美元资产，特别是对超短期国债的需求。由于稳定币在全球发行，又会促进全球范围对这类资产的需求，并降低国债利率。国际清算银行研究发现，2024 年全球以美元为支持的稳定币购买了近 400 亿美元短期国债，其规模与美国最大的国债货币市场基金相当，并超过了大多数外国购买量。目前，最大的稳定币发行商 Tether (USDT) 和排名第二的 Circle (USDC) 稳定币发行也是与这类资产挂钩。这两家机构在稳定币发行市场中的占比约为 90%。截至 2025 年 5 月末，稳定币总市值已突破 2500 亿美元，创下历史新高。其中，70%左右投资于超短期国债。由于

稳定币发行的全球性，这些发行方有可能成为国债最大的境外非主权买家，从而可能弥补境外央行等主权机构对国债的减持。美国财政部报告预测，假设稳定币不付息，到2028年其市值将增长到2万亿美元，根据目前稳定币的70%左右投资于超短期国债推算，其中对国债的投资将增长到1.4万亿美元左右；如果稳定币付息，稳定币发展带来的国债投资增量可能更高。而稳定币在支付特别是跨境支付方面的低成本、高效率优势，会进一步支持美元在全球的使用，并促使全球银行和支付机构广泛涉足该市场。这将进一步巩固美元及美国国债在全球经济和金融体系中的主导地位。

但是稳定币也存在很大局限性，并可能带来新的挑战和风险。第一，GENIUS法案要求稳定币与超短期国债挂钩，但是这类国债占比有限，截至2025年6月初其在全部有价国债中占比约为8.3%-9.7%。而国债需求不足和利率上升的主要问题在中长端。第二，稳定币可能对美元资产及金融市场带来新挑战及风险。国债的流动性悖论也会延伸到稳定币市场，该市场目前高度集中可能放大市场动荡。稳定币快速发展可能导致银行存款流失。第三，由于稳定币发展直接影响超短期国债市场及其利率，这将对美联储利率政策的有效性带来考验。

(四) 债券市场：主权债务风险、经贸领域次生波动扰动市场走势，欧债收益率将维持低位

2025年二季度，国际经贸领域风险显著升级，扰动全球市场。4月，伴随美国“对等关税”推出到暂停执行，美债收益率经历多个反转。5月至今，关税政策对市场的影响边际弱化，美债收益率先升后降。5月上旬及中旬美国与其他经济体贸易谈判取得重大进展，加之经济维持韧性、美联储保持偏紧货币政策基调，美债收益率上行；5月下旬美国经济显露疲态，稳定币法案获得参议院通过，银行补充杠杆率要求（SLR）将有所放松，特朗普关税行为裁定出现反转，美债收益率波动下行。与此同时，市场对日本财政可持续性的担忧显著升级，日本超长债收益率大幅抬升。

图 16：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 年三季度，全球债券市场将呈现以下特征。

1. 美国通胀风险、供需力量再平衡等因素支撑美债收益率。随着国际贸易局势的相对缓和，市场从担忧美国经济衰退转向评估通胀风险抬升，5月密歇根大学消费者一年通胀预期初值录得7.3%，为1981年12月以来最高，后续虽有所下降但仍处于高位，前期美国企业“抢进口”效应消退后，仍将对物价带来上行压力。在供需层面，5月22日美国众议院通过2025财年预算协调法案。这意味着特朗普减税、提高债务上限等政策取得实质性推进，理想状态下该法案由参议院于7月投票通过，8、9月长端债务净供给的增加将进一步短期推升美债收益率。长期来看，随着美国政府财政赤字进一步增加，仍对美债供给端带来一定压力。此外，日债收益率提高对美债需求形成挤压，美日收益率变动同步性显著增强。

2. 因资产配置调整资金流入欧洲市场，欧债收益率有望保持低位。欧洲债市逐步摆脱德国财政政策转向的影响，4月“对等关税”引发的避险买盘增加，5月全球资金流入欧洲股票市场、债券市场的规模增加。欧元区2025年经济增

长率下调叠加当前欧美经贸谈判并未进入实质性进展阶段且未来不确定性较高，以 10 年期德国国债为代表的欧债收益率有望继续保持相对低位。

(五) 股票市场：全球股市表现分化，宽幅震荡成为主基调

2025 年二季度，特朗普“对等关税”政策引发全球股市巨震，MSCI 全球指数于 4 月 8 日暴跌至年内最低点 743.0 点，随后在中美贸易战缓和之际，市场恐慌情绪逆转，投资者风险偏好迅速回升，全球股市强势反弹，完全收复“关税恐慌”导致的失地，并创年内新高。截至 2025 年 6 月 16 日，MSCI 全球指数升至 897.5 点，较年初增长 6.7%。从区域表现来看，二季度全球股市继续由新兴市场领涨，MSCI 新兴市场指数涨幅为 8.8%，超过 MSCI 发达市场 (8.5%)。

图 17：MSCI 全球指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 年三季度，全球股市主要呈现以下特征。

1.美股上行空间有限，亚洲股市吸引力增加。特朗普政策不确定性仍是影响投资者资金流向的主要因素，全球股市波动增加，区域表现分化。美股从关税风暴中强势反弹，基本收复“对等关税”造成巨大跌幅，反映出投资者对美国经济基本面的信心以及对政策调整的适应能力。但美国关税税率仍处历史

高位，美国经济衰退预期尚未解除。截至 2025 年 6 月 16 日，纳斯达克市盈率升至 40.8 倍，高估值及高波动性将限制美股增长空间。欧洲股市底部受到一定支撑，主要受益于财政和国防支出的增加，以及欧洲央行的货币政策。美元走弱以及中美紧张局势缓和利好亚洲股市，较高的增长潜力与稳定性吸引投资者。

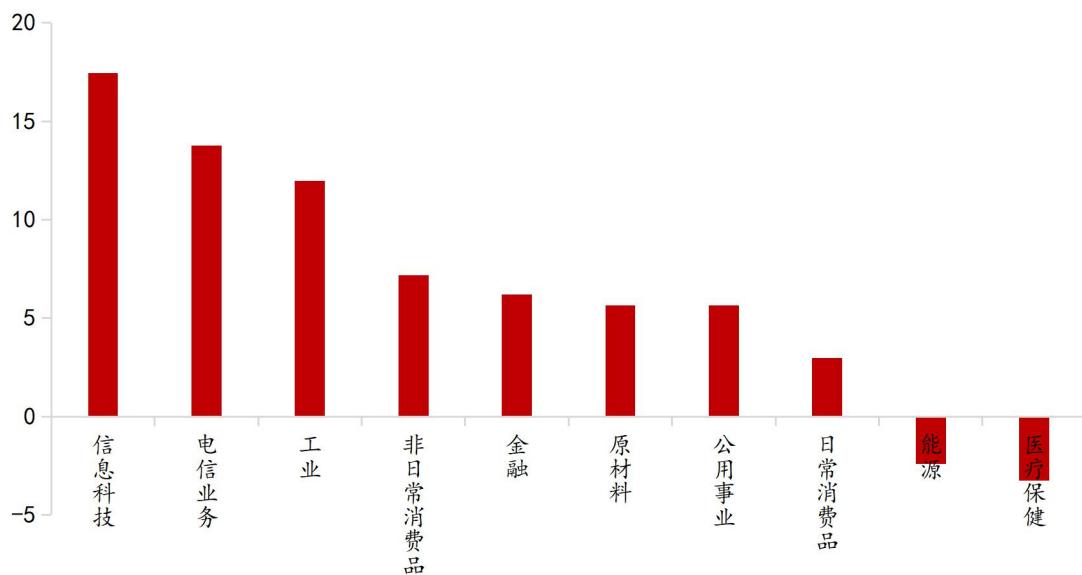
表 7：全球主要股指概览

	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	29.5	1.2	42515.1
	纳斯达克指数	40.8	13.9	19701.2
	标普500	27.0	7.5	6033.1
欧洲	英国富时100	18.8	3.4	8875.2
	法国CAC40	16.8	-0.6	7742.2
	德国DAX		6.9	23699.1
亚洲	日经225		7.6	38311.3
	韩国综合指数	13.5	18.8	2946.7
	印度NIFTY50	22.8	6.1	24946.5
	恒生指数	10.7	4.1	24061.0
	上证指数	14.7	1.6	3388.7
	深证成指	26.1	-3.2	10163.5
其他	澳洲标普200	20.2	9.0	8548.4
	巴西IBOVESPA指	8.9	6.9	139255.9

注：涨跌幅区间为 2025 年 4 月 1 日至 2025 年 6 月 16 日，收盘价和市盈率为 2025 年 6 月 16 日

资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 科技板块依旧具有配置价值，政策红利成为关键驱动力。人工智能重塑全球经济竞争格局，其影响力在资本市场得到显著印证。2025 年二季度，全球股市结构性分化持续，科技板块继续领涨全球股市，涨幅高达 17.4%，其次是电信业务（13.8%）和工业（12%）。展望 2025 年三季度，全球科技巨头在人工智能相关领域（如先进芯片、云计算能力、数据中心）的投入继续增长，企业盈利预期有所上调，全球政策红利加码，主要经济体竞相出台人工智能支持政策，科技板块经历阶段性调整后，在估值修复、需求韧性与政策托底三重利好下仍具配置价值。此外，特朗普政府“美丽大法案”的减税措施或带来结构性投资机会，传统能源、本土汽车板块受益，清洁能源和医疗保健或将承压。

图 18：全球 MSCI 行业指数涨跌幅 (%)


注：涨跌幅区间为 2025 年 4 月 1 日至 2025 年 6 月 16 日

资料来源：Wind，中国银行研究院

（六）大宗商品市场：全球大宗商品价格中枢下移，原油市场仍需探寻供需再平衡之路

2025 年二季度，全球大宗商品价格大幅下挫，4 月 8 日，RJ/CRB 商品价格指数跌至 279.8，较 4 月初下降 10%。随着特朗普关税政策缓和，RJ/CRB 商品价格震荡回升，但仍处于年内相对低位，截至 6 月 16 日，RJ/CRB 商品价格指数回升至 310.2。从不同商品来看，原油价格波动加剧，地缘政治冲突提振原油价格，两次探底后开启上行通道，WTI 原油、布伦特原油期货结算价格回升至 71.8 美元/桶和 73.2 美元/桶，几乎回吐 4 月以来所有跌幅。黄金价格有所回调，但底部受支撑，COMEX 黄金期货收盘价冲破 3400 美元/盎司后，于 5 月中旬小幅下探，随后缓慢上行。

图 19：RJ/CRB 商品价格指数

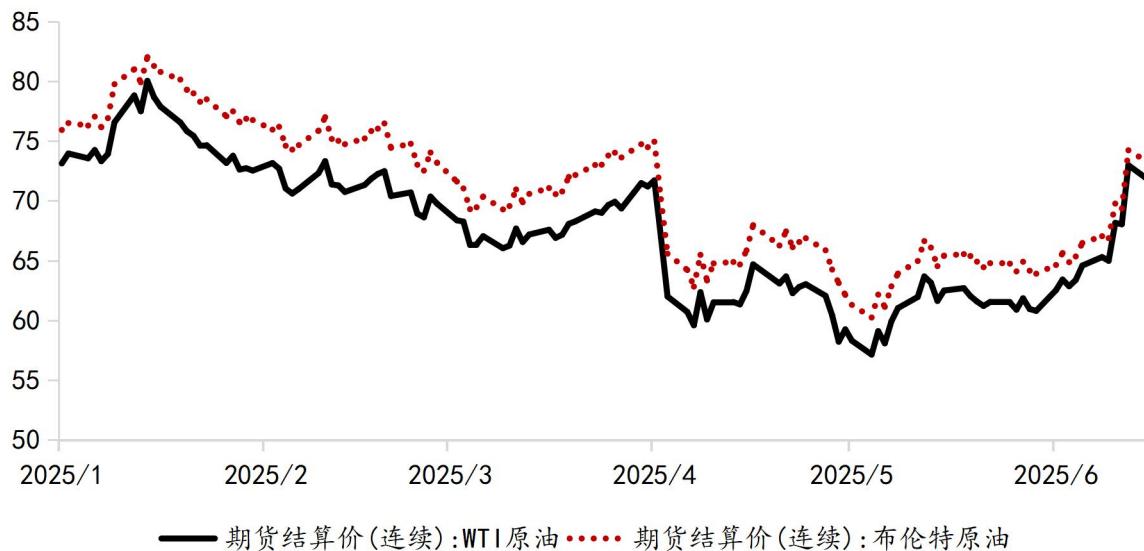


资料来源：Wind，中国银行研究院

展望 2025 三季度，全球大宗商品市场主要呈现以下特征。

1. OPEC+增产计划或面临转向，原油市场供给压力部分减缓。从需求端来看，季节性需求支撑国际原油市场需求增长。2025年三季度正值北半球夏季出行高峰，航空燃油需求因旅游旺季激增，工业发电与生产对燃料油、柴油的需求同步走强，形成季节性消费共振。OPEC 最新预测，2025 年三季度全球原油需求升至 105.4 百万桶/日，较二季度增加 110 万桶/日。从供应端来看，新的地缘政治冲突对国际原油价格底部提供支撑。OPEC+自 2024 年 6 月起实施的阶段性增产计划已持续运行一年，根据协议路径及当前市场环境综合研判，该增产周期可能在 2025 年 8 月触及“政策拐点”，主要产油国面临维持市场份额与稳定油价的抉择。如果 OPEC+正式结束增产周期，可部分缓解供给压力，原油市场供需结构将迎来新的调整契机。

图 20：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

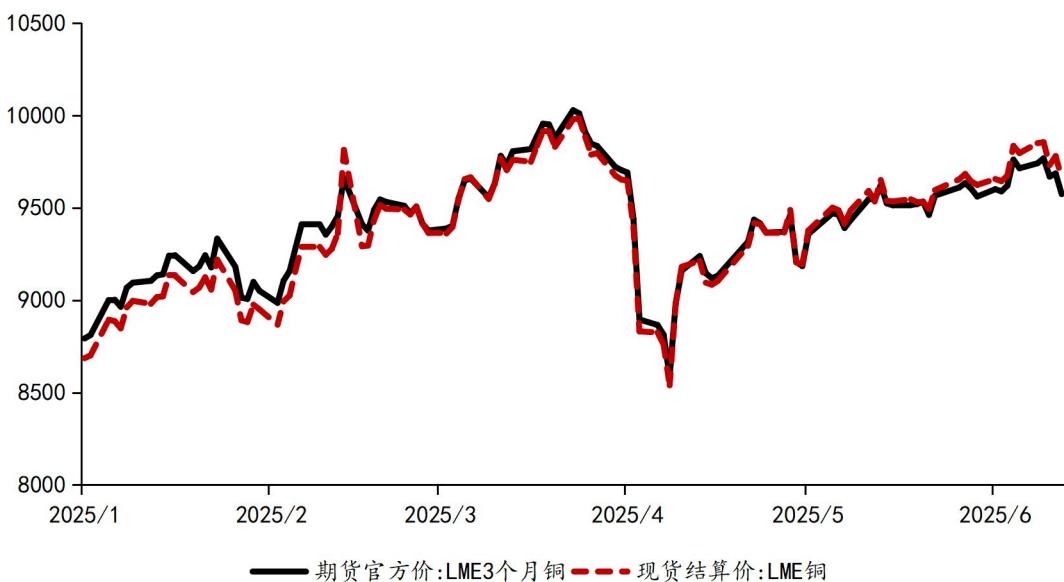
2. 地缘政治不确定性支撑黄金价格维持偏强走势，市场波动增加。2025年二季度中美贸易谈判取得进展，一度削弱了黄金的避险需求，导致黄金价格短暂回调，但其展现出显著的抗跌韧性。COMEX 黄金期货收盘价整体围绕 3300 美元/盎司反复震荡，且多次调整至 3360 美元/盎司。展望 2025 年三季度，支撑黄金价格的核心逻辑尚未发生实质改变。一方面，特朗普“对等关税”政策博弈仍在持续，其反复性及潜在的连锁反应，支撑着黄金的避险价值。另一方面，美国巨额债务负担以及财政赤字的持续扩张，侵蚀美元长期信用，黄金作为“非主权货币”资产，其配置吸引力仍存。此外，地缘政治紧张局势持续，区域冲突和全球大国博弈的复杂性未见缓解，对黄金价格形成支撑，但市场波动将有所增加。

图 21：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.铜价底部受支撑，长期仍处于上行通道。2025年二季度以来，LME铜价经历4月“对等关税”冲击暴跌后，上行趋势明显，逐步逼近年内最高位。未来，全球铜矿市场更趋维持紧平衡，铜价底部受到支撑。从供给端来看，全球铜矿产能增速预计放缓，智利、秘鲁等主产区平均品位下滑，开采成本有所抬升，制约了有效产能释放。从需求端来看，全球铜矿需求呈现“新旧动能转换”的韧性格局。中国经济增长韧性及中美贸易关系缓和迹象，为铜价提供支撑。基建投资持续发力以及制造业转型升级加速，共同支撑铜矿基础消耗。新能源产业快速发展，电动汽车、光伏电站及电网升级等项目对铜资源的消耗量呈指数级增长，进一步推升铜矿需求。据国际能源署预估，2035年铜供应缺口或超30%。

图 22：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：美国消费结构的演变特征分析

一是私人消费占 GDP 比重较高，并成为推动经济增长的重要因素。自 1970 年以来，美国私人消费占 GDP 比重从约 60% 稳步上升至 2024 年的 68%，长期发挥经济增长“稳定器”作用。2023 年，美国私人消费占 GDP 比重在 G7 中排名第一。高消费占比成为美国经济发展的一个核心特点。

二是消费结构由商品主导转向服务主导，非耐用品消费占比持续下降。二战后，美国私人消费中商品消费占比曾高达 59.4%，服务消费为 40.6%。自 20 世纪 70 年代起，服务消费占比超过商品消费，并持续扩大。2015-2024 年，商品消费平均占比降至 32.3%，服务消费升至 67.7%。其中，非耐用品（如食品饮料、服装鞋类、日用品等）占比由 1945-1954 年的 45.6% 降至 2015-2024 年的 21.3%，反映出消费结构升级和家庭预算向服务与体验类项目的转移。耐用品（如汽车、家具、电子产品等）消费份额相对稳定，占 GDP 比重约 10%，但结构内

部发生显著变化，休闲娱乐类耐用品占比从 1.84% 升至 3.15%，二手车销售呈长期增长趋势。服务消费增长尤为显著，医疗健康服务占比由 3.31% 增至 16.64%，成为服务消费的最大增长来源；休闲服务与金融保险服务也明显上升，显示美国居民消费重心持续向高附加值服务领域倾斜。

表 8：美国消费支出细分科目占 GDP 比重（单位：%）

时期	耐用品			非耐用品			服务						其他
	汽车与零部件	家具家电	休闲娱乐用品	食品饮料	服装鞋类	能源	住房	交通	健康	休闲服务	食品住宿服务	金融保险	
1945-1954	4.75	5.49	1.84	22.71	10.54	4.43	13.04	2.97	3.31	2.03	7.63	2.85	17.08
1955-1964	5.94	4.90	2.01	18.93	8.00	4.71	16.87	2.78	4.77	1.95	6.27	3.90	17.51
1965-1974	6.09	4.52	2.73	15.82	7.17	4.18	16.97	2.97	7.06	2.12	6.29	4.56	17.91
1975-1984	5.50	3.88	2.77	13.50	5.98	4.91	17.72	3.13	9.85	2.41	6.81	5.38	16.43
1985-1994	5.61	3.26	2.84	10.17	5.19	3.14	18.43	3.31	13.04	3.11	6.70	6.45	16.81
1995-2004	5.31	3.01	3.29	8.20	4.16	2.56	18.08	3.63	14.34	3.74	6.09	7.45	17.83
2005-2014	3.75	2.57	3.10	7.65	3.21	3.52	18.40	3.12	15.94	3.87	6.26	7.63	18.15
2015-2024	3.96	2.52	3.15	7.74	2.86	2.42	17.85	3.16	16.64	3.92	6.81	7.88	18.07
变化趋势	先升后降	先升后降	上升	下降	下降	下降	平稳	平稳	上升	上升	平稳	上升	平稳

资料来源：Wind，中国银行研究院

三是消费集中在高收入群体。1989-2023 年，美国财富基尼系数由 0.80 升至 0.85。2023 年，最低收入家庭边际消费倾向（MPC）高达 0.93，净财富却为负，消费集中在食品、医疗等刚性支出；中间 60% 家庭 MPC 为 0.78，消费结构更趋平衡；而高收入家庭 MPC 仅 0.55，却主导了奢侈品、豪车和高端服务市场，前 10% 群体贡献了 60% 以上奢侈品消费和 80% 豪车销量，凸显消费结构中的阶层分化与市场断层。

四是消费集中在中年群体。中年群体（40-55 岁）处于家庭支出高峰期，2023 年年均支出达 7.8 万美元，主要集中在住房、子女教育和医疗，三项合计占总支出的 55%。尽管美国中位收入为 10.5 万美元，但房贷和教育负担较重，储蓄率仅为 4.2%。相比之下，婴儿潮一代（60 岁及以上）虽持有全美约 50% 的净资产，但消费倾向较低，更偏好医疗和旅游等选择性高端消费，年均医疗支出

为 0.7 万美元，高出其他群体两倍，高端旅游市场消费占比达 40%。青年群体（25-39 岁）收入中位数仅 5.2 万美元，却偏好体验型消费，娱乐与科技产品支出占比高达 18%。受房价压力影响，44%的青年与父母同住，抑制了家具家电消费；35%使用“先买后付”服务，呈现出明显的信贷驱动型消费特征。

专题二：日本国债市场风波的诱因及应对政策调整的困境

近期，日本超长债收益率大幅上行，收益率曲线陡峭程度加深。2025 年 5 月 22 日，日本 20 年、30 年和 40 年期限的国债利率分别上升至 2.57%、3.00% 和 3.34%。其中，30、40 年期债券收益率均创下发行以来新高。彭博日本国债流动性指数飙升至 2008 年金融危机以来高位，反映日债市场的流动性显著恶化。引发此次波动根本原因在于市场对日本财政可持续性的担忧。日本债市风波的导火索为：一是日本 20 年期国债拍卖投标倍数由前月的 2.96 倍明显回落至 2.5 倍，为 2012 年以来的最低水平，尾部差扩大至 1.14，为 1987 年以来最高，显示市场需求低迷。二是日本央行在 5 月议息会议中下调了对日本经济前景和通胀的预期，但是日本央行行长植田和男指出，“实际利率极低，需坚持加息方针”，并强调加息进程“不会被终结，仅需调整节奏”。三是日本首相曾表示，“日本财政状况比希腊更糟”，叠加其在美日关税谈判中的态度较为强硬，市场对财政刺激资金来源的担忧进一步加剧。

日债风波事件发生后，日本政府、日本央行采取措施稳定市场。5 月日本财务省罕见地向一级交易商及其他参与者发放问卷征询对国债发行的意见，并于 6 月 20 日特别会议讨论超长期国债收益率上升等议题，市场预计其可能会减少超长期国债的供应。政府年度财政政策计划草案强调，要增加国内对日本国债的持仓，并强调财政整顿应尽快取得进展，并呼吁稳定债券发行。但是，当前日本债市仍较为脆弱，6 月 5 日日本 30 年期国债拍卖投标倍数 2.92，创 2023 年以来最低水平，明显低于前次拍卖的投标倍数 3.07。为应对债市波动且考虑到日美经贸谈判的不确定性，6 月 17 日日本央行议息会议保持政策利率不变，

并决定从 2026 财年（2026 年 4 月起）放缓缩减购债速度。

日本债市动荡产生的外溢效应持续，或将重塑全球债券市场交易格局。日本央行实施收益率曲线控制（Yield Curve Control, YCC）期间，为将长端利率控制在较低水平，央行大量购买日本长期国债，成为日本国债的第一大持有者。随着日本低通胀时代结束，2024 年 3 月日本央行放弃 YCC 政策，导致日本债券市场“自成一体”的运作模式，逐步向与全球债券市场的联动模式演变。随着近期日本债市风波升级，日本国债收益率进一步攀升，其他经济体主权债券的相对吸引力下降，从而引发市场连锁反应。

日债风波反映了债券市场由日本央行主导向市场化定价转型中的困境。当前，日本面临持续的通胀压力。2025 年以来，月度核心 CPI 和 CPI 同比增速高于 3%，均超过日本央行设定 2% 的通胀目标。未来日本央行货币政策正常化仍需推进，长期被压抑的日本国债收益率面临重估。与此同时，日本公共债务占 GDP 的比重居于全球最高水平，对其财政可持续性的市场担忧与债券供需失衡效应相互强化，国债收益率上行叠加市场波动加剧，不仅使日本央行陷入控制通胀、稳定债市以及维持经济增长的三重政策困境，也使债务驱动型的经济增长模式面临系统性的挑战。

展望未来，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，将进一步抑制超长债的整体需求。与此同时，虽然境外机构对日本国债的需求正在逐步提高，但考虑到境外资金往往投机性较强，是否在未来能够形成长期且稳定的买入需求，尚存在较大的不确定性。未来日债供需矛盾加剧，或将进一步抬升收益率水平，并引发市场波动。

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