

全球经济金融展望报告

2026 年年报（总第 65 期）

报告日期：2025 年 12 月 2 日

要点

- 2025 年，全球经济增速较 2024 年明显放缓。消费整体承压，投资温和扩张，财政、货币政策相对积极，总需求扩张步伐有所放缓；制造业经历大幅波动，服务业表现活跃，总供给一定程度改善。美国关税政策对全球贸易带来扰动。官方与私人部门跨境证券投资活动分化，美元汇率中枢下移，美债收益率低位波动。全球股市维持上行，大宗商品价格中枢下行。
- 展望 2026 年，全球经济将延续低增长态势。美国关税政策延续，发达经济体收紧移民政策，地缘政治、主权债务风险攀升等不利因素将冲击世界经济；AI 投资热潮、主要经济体财政扩张、“南南合作”加深等积极因素将支撑经济增长。主要央行灵活调整货币政策，弱美元叙事主导外汇市场。
- 人工智能对美国经济的拉动作用及潜在风险、全球外汇市场与利率衍生品市场格局演进等热点问题值得关注。

全球主要经济指标趋势分析

分项	2023 年占全球 GDP 份额	2025 增速 VS 2024 增速	综合研判
需求	居民消费	56.8%	↓
	资本形成	26.6%	↑
	政府开支	16.6%	→
供给	农业	4.3%	→
	工业	27.9%	↓
	服务业	67.8%	↑
经济增长——GDP 增速			↓
通货膨胀率——CPI 增速			↓

资料来源：联合国贸发会议

中国银行研究院 全球经济金融研究课题组

组长：陈卫东

副组长：鄂志寰

廖淑萍

成员：边卫红

熊启跃

赵雪情

曹鸿宇

李颖婷

王宁远

初晓

章凯莉

平婧

路先锋

孙嘉木

王静（全球发展部）

张笑梅（金融市场部）

蔡子琼（金融市场部）

齐瑾（纽约分行）

联系人：曹鸿宇

电话：010-66594053

邮件：yjycaohongyu@bank-of-china.com

全球经济延续低增长态势，货币政策调整步伐出现转变

——中国银行全球经济金融展望报告（2026年）

2025年，全球经济增速较2024年有所放缓。消费整体承压，不同经济体表现分化；投资温和扩张，AI领域成为热点；财政、货币政策相对积极，总需求扩张步伐有所放缓；制造业经历大幅波动，服务业表现活跃，总供给一定程度改善。全球通胀整体下行，部分经济体物价出现反弹。美国关税政策对全球贸易带来较大扰动，跨境直接投资增速呈现“前低后高”态势。官方与私人部门跨境证券投资活动分化，主要经济体货币市场维持紧平衡，美元汇率中枢下移，美债收益率低位波动。全球股市维持上行，大宗商品价格中枢下行。

展望2026年，全球经济将延续低增长。从挑战方面看，美国关税政策的不利冲击将持续释放，发达经济体收紧移民政策可能从供给端限制经济增长，全球地缘政治风险仍处在高位，贸易和投资碎片化风险仍然严峻，部分经济体主权债务风险与政局波动交织。从机遇方面看，AI热潮有望继续刺激全球投资增长、改善全要素生产率和潜在增速水平，新一轮财政扩张浪潮可能提振经济增长动能，“南南合作”为全球经济注入更多活力。全球主要央行将继续根据自身经济和物价情况灵活调整货币政策。国际资本流入美国步伐可能放缓，弱美元叙事主导外汇市场。美股维持高位震荡，新兴市场获得配置机会，全球大宗商品价格中枢下移。

本期报告分别对人工智能对美国经济的拉动作用及潜在风险、全球外汇市场与利率衍生品市场格局演进两个专题展开分析。

一、全球经济回顾与展望

(一) 全球经济：延续低增长态势

2025 年，全球经济继续延续低增长。一季度，全球经济增长表现良好，美国“对等关税”政策引发消费和贸易活动抢跑，对经济形成支撑，但也部分透支了后续增长动能；二、三季度，在关税政策大幅调整等不利冲击下，全球经济形势趋于走弱，国际贸易和跨境投资下滑；三季度后期以来，中美经贸磋商取得重要成果，美国与主要贸易伙伴达成贸易协议，加征关税幅度降低、极端政策冲击减弱，全球经济增长预期回暖（表 1）。**预计 2025 年全球实际 GDP 增速¹在 2.4%左右，较 2024 年收窄 0.4 个百分点。**

表 1：2025 年全球主要经济指标趋势分析

分项	2023 年占全球 GDP 份额	2025 增速 VS 2024 增速	综合研判
需求	居民消费	↓	↓
	资本形成	↑	
	政府开支	→	
供给	农业	→	↑
	工业	↓	
	服务业	↑	
经济增长——GDP 增速			↓
通货膨胀率——CPI 增速			↓

资料来源：联合国贸发会议

需求端。全球消费承压，不同经济体结构分化。美国加征关税、收紧移民等措施导致居民实际收入增长乏力、通胀压力回升，消费增长步伐放缓；欧元区消费活动延续低迷增长态势，增速与上年基本持平；日本私人消费稳步复苏，居民工资收入保持较快增长对消费活动形成支撑；东盟、印度等亚洲发展中经济体消费市场表现活跃，支撑其内需和宏观经济保持较快增长；部分发展中经济体受限于高通胀、高利息、居民高债务压力，消费表现不佳。**投资呈扩张势头。**美国人工智能领域设备和建设开支大幅扩张，对经济增长形成有利支撑；欧元区受益于央行降息和低基数因素，投资活动保持较快增长；日本从事 AI

¹ 报告提及的全球实际 GDP 增速考虑了汇率因素，将本币实际 GDP 折算成美元后计算得出。

设备、半导体、电动汽车零部件等生产企业盈利改善，带动资本开支增长；国际贸易环境深度调整背景下，全球产业链重构步伐提速，美国等发达经济体继续引导制造业回流，部分发展中国家 FDI 流入加快，全球跨境直接投资活动有所反弹。

表 2：全球主要经济体零售销售额/指数增速（%）

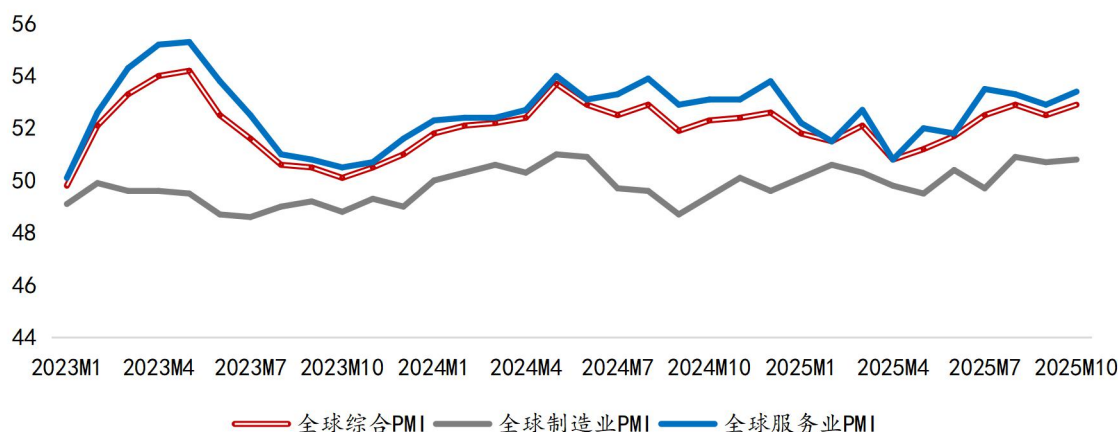
	2023 年最终消费支出 占全球份额	2024 年增速	2025 年月度环比						
			M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10
美国	29.1	2.6	-0.11	-0.79	0.97	0.61	0.63	-	-
中国	12.8	3.3	0.27	0.59	-0.26	-0.09	0.30	-0.12	0.16
欧元区	15.1	1.2	0.5	-0.2	0.5	0	-0.1	-0.1	-
日本	4.1	2.6	0.7	-0.6	0.9	-1.6	-0.9	0.3	-
巴西	2.3	4.8	3.05	-0.33	0.23	4.05	0.52	-	-
印尼	1.1	3.2	-5.13	-1.32	-0.24	-4.13	0.57	-2.36	0.64
英国	3.6	1.2	-0.4	-1.2	0.3	0.5	0.6	0.5	-
墨西哥	1.9	7.4	3.98	1.13	0	4.78	0.56	-	-
韩国	1.5	0.0	2.73	0	0.59	3.75	-2.39	-0.10	-
澳大利亚	1.6	2.4	0.01	0.50	1.20	-	-	-	-
南非	0.4	2.4	2.28	-0.49	-0.18	6.03	-1.16	-	-

资料来源：Wind

供给端。农业产出保持稳定。全球食品价格稳中有降。世界银行 10 月 30 日发布的《大宗商品市场展望》报告预计，全球食品价格 2025 年下降 6.1%，2026 年微降 0.3%。联合国粮食及农业组织 11 月 7 日发布的《谷物供求简报》显示，2025 年全球谷物产量预计达到创纪录的 29.9 亿吨，比 2024 年增长 4.4%。主要谷物产量均有提升，全球粮食市场短期前景乐观。**制造业活动呈现较大波动。**美国关税政策变化对全球制造业活动带来冲击。关税上调预期导致主要制造业经济体在年初经历“抢出口”浪潮，带动全球制造业活动扩张；4 月美国“对等关税”政策出台后制造业活动受到负面影响，经历短暂回调后在 7 月再次遭受关税政策冲击；随着美国与主要贸易伙伴达成贸易协定或共识，8 月以来摩根大通全球制造业 PMI 持续回暖，全年制造业景气度呈“W”型变化。**服务业表现活跃。**相较于制造业，全球服务业活动全年维持良好表现，服务业 PMI 始终处在扩张区间。跨境旅游、交通等成为服务增长亮点。根据联合国旅游组织最新一期《世界旅游业晴雨表》，2025 年上半年，全球国际游客数量达到 6.9

亿人次，与去年同期相比增加了 3300 万人次，增幅达 5%，2025 年全年国际游客数量增幅有望达到 3%-5%。WTO 发布的《货物贸易晴雨表》显示，截至 7 月国际空运和集装箱运输指数分别为 104.3 和 107.1，明显高于 100 的趋势水平，其中集装箱运输指数达到近 15 年来的最高点。

图 1：摩根大通全球 PMI 变化趋势（%）



资料来源：Bloomberg

展望 2026 年，全球经济将延续低增长态势。从不利因素看，一是美国关税政策冲击的负面影响持续释放，高关税带来的通胀压力向美国经济部门传导，美国最终消费扩张将受到抑制，对美国市场出口依赖度较高的经济体可能面临更大冲击。二是美欧日等发达经济体收紧移民政策，引发劳动力供给下降、成本上升。三是全球地缘冲突风险仍处在高位，贸易和投资碎片化风险仍然严峻。四是全球债务水平持续攀升，部分经济体主权债务风险与政局波动相互交织。**从有利因素看**，第一，AI 成为全球投资热点，有望改善全要素生产率和潜在增速水平。第二，为赢得中期选举，特朗普政府倾向于维持稳定经济环境，美国政策不确定性冲击趋于降温²。第三，全球通胀温和回落，主要经济体维持审慎降息节奏，金融条件趋于宽松。第四，新一轮财政扩张来临，减税、扩大军费

² 例如中美经贸磋商取得阶段性成果，美国与瑞士、阿根廷等国家贸易协议取得进展，特朗普签署行政令将部分农产品从“对等关税”清单中移除。

和福利支出等成为主要政策工具，对经济带来提振效果。第五，“全球南方”延续良好增长态势，合作稳步深化。中国-东盟自贸区升级，东盟-中国-海合会、非洲自贸区等区域经贸合作安排持续深化，为全球经济注入更多活力。预计2026年，全球实际GDP增速在2.4%左右，与2025年持平。

（二）全球通胀：下降趋势接近尾声，部分经济体出现反弹

2025年，全球供给端扩张步伐快于需求端，通胀延续回落态势。能源、粮食等大宗商品价格处于低位，作为生产要素投入的原材料成本下行。从不同经济体看，在关税上调和就业市场紧张等因素影响下，美国通胀触底回升，4月CPI同比增速降至2.3%的年内低点，随后逐步反弹，9月已升至3%。经济弱复苏背景下欧元区通胀水平较为稳定，年中以来调和CPI同比增速保持在2%左右，其中德国通胀呈现小幅反弹，法国和意大利CPI增速低于欧元区整体水平。日本通胀水平回落，CPI同比增速在年初达到4%高位后逐步下行，8月以来降至3%以下，但与往年相比整体通胀压力依然偏高。英国通胀反弹势头明显，7月以来CPI同比增速持续处在3.8%的高位，其中食品、燃料以及服务价格涨幅明显。发展中经济体通胀水平较为稳定，阿根廷、土耳其等恶性通胀国家物价压力有所改善。预计2025年全球CPI增速在3.6%左右。

表 3：2025 年 G20 经济体 CPI 同比增速变动（%）

	5月	6月	7月	8月	9月	10月		5月	6月	7月	8月	9月	10月
阿根廷	43.5	39.4	36.6	33.6	31.8	31.3	欧元区	1.9	2.0	2.0	2.0	2.2	2.1
土耳其	35.4	35.1	33.5	33.0	33.3	32.9	韩国	1.9	2.1	2.1	1.7	2.1	2.4
俄罗斯	9.9	9.4	8.8	8.1	8.0	-	加拿大	1.7	1.9	1.7	1.9	2.4	-
南非	2.8	3.0	3.5	3.3	3.4	-	德国	2.1	2.0	2.0	2.2	2.4	2.3
墨西哥	4.4	4.3	3.5	3.6	3.8	3.6	法国	0.7	1.0	1.0	0.9	1.2	0.9
巴西	5.2	4.8	5.1	4.9	5.4	4.9	英国	3.4	3.6	3.8	3.8	3.8	-
印度	2.8	2.1	1.6	2.1	1.4	0.3	印尼	1.6	1.9	2.4	2.3	2.7	2.9
澳大利亚	-	2.1	-	-	3.2	-	沙特	2.1	2.0	2.2	2.3	2.2	-
美国	2.4	2.7	2.7	2.9	3.0	-	意大利	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.2
日本	3.5	3.3	3.1	2.7	2.9	-	中国	-0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.3	0.2

注：澳大利亚 CPI 增速为季度数据

资料来源：Wind

展望 2026 年，全球通胀逐步见底，不同经济体分化加剧。相较于需求端，2026 年不同经济体供给端活动分化趋势更加明显，造成通胀走势差异化。美国、欧盟、日本等发达经济体收紧移民政策将导致劳动力市场紧张问题进一步显现，可能推升服务消费价格，推高通胀。发展中经济体供给活动扩张态势良好，通胀水平预计将呈现稳中有降态势。全球粮食、原油、关键矿产等大宗商品价格总体趋稳，成为缓解通胀压力的重要因素。关税及地缘冲突造成的商品价格、运费以及港口费波动可能一定程度推高通胀。预计 2026 年全球 CPI 增速在 3.6% 左右，与 2025 年基本持平。

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			
		2024	2025F	2026F	2025 年增速较上期 预测变化	2024	2025F	2026F	2025 年增速较上期 预测变化
美洲	美国	2.8	1.8	1.6	+0.4	3.0	2.8	3.2	-0.2
	加拿大	1.6	1.6	1.2	0.0	2.4	2.1	2.0	+0.1
	墨西哥	1.5	0.5	1.3	+0.3	4.7	3.8	3.7	-0.1
	巴西	3.4	2.2	1.7	-0.1	4.4	5.1	4.2	0.0
	智利	2.6	2.4	2.2	0.0	4.3	4.3	3.2	0.0
	阿根廷	-1.3	4.2	3.0	-0.2	236.8	41.6	22.4	+0.2
亚太	中国	5.0	5.0	5.0	0.0	0.2	0.1	1.0	0.0
	日本	0.2	0.6	0.5	-0.1	2.7	3.0	2.6	+0.2
	澳大利亚	1.1	1.7	2.2	-0.1	3.2	2.6	2.7	+0.1
	印度	9.2	6.6	6.5	+0.5	5.0	4.6	0.8	0.0
	韩国	2.2	1.0	1.9	+0.2	2.3	2.0	1.9	0.0
	印尼	5.0	5.0	4.9	+0.2	2.3	1.9	2.6	+0.1
	沙特	1.2	4.4	4.3	+0.8	1.7	2.1	2.0	-0.1
欧非	欧元区	0.9	1.1	1.0	+0.2	2.4	2.1	1.9	+0.1
	英国	0.9	1.2	1.2	+0.1	2.5	3.4	2.5	0.0
	德国	-0.2	0.0	0.7	0.0	2.5	2.2	1.5	0.0
	法国	1.2	0.7	0.9	+0.2	2.3	1.2	1.4	0.0
	俄罗斯	4.3	1.0	1.2	-0.5	8.4	8.8	6.0	+0.8
	土耳其	3.5	3.4	3.3	+0.4	60.0	35.0	24.1	+0.5
	尼日利亚	4.1	3.5	3.7	+0.1	33.2	20.9	16.8	-1.1
	南非	0.5	1.2	1.5	+0.2	4.4	3.3	3.6	-0.1
全球	2.8	2.4	2.4	+0.3	4.3	3.6	3.6	+0.1	

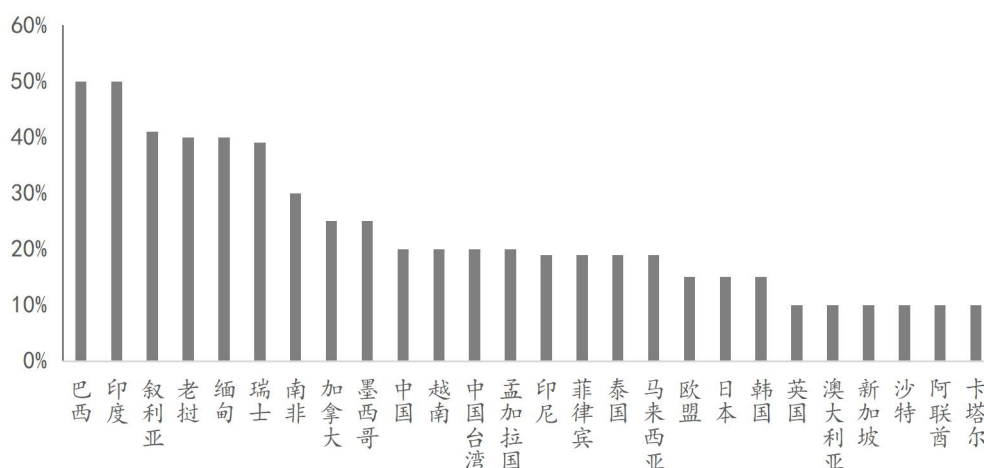
资料来源：IMF, Bloomberg

（三）全球贸易：美国关税政策成为主要扰动项，总量增长放缓、结构调整加速

2025 年，美国关税政策频繁调整成为全球贸易活动主要扰动项。特朗普再次就任美国总统以来，频繁调整关税政策：一季度，对华加征“芬太尼”关税；

二季度，推出钢铝、汽车及零部件等产品层面关税，对全球加征“对等关税”后暂缓 90 天征收；三季度，与东盟、日本、韩国、欧盟等主要贸易伙伴分别达成贸易协定，调整“对等关税”税率；四季度，同意与中国互相下调关税，豁免 237 种食品和农产品的进口关税。美国进口关税税率在年初急剧上升后缓慢下降。彼得森国际经济研究所（PIIE）数据显示，美国进口关税税率在 11 月中旬平均为 24.8%，较年初提高 19.1 个百分点，但较峰值下降 4.7 个百分点。目前，美国加征关税幅度较大经济体包括巴西（50%）、印度（50%）、叙利亚（41%）、老挝（40%）等。

图 2：特朗普第二任期对主要经济体加征关税情况³



资料来源：美国白宫官网

美国关税政策调整及特朗普政府频繁的关税政策威胁对全球贸易活动造成扰动。WTO 报告显示，一季度以进出口平均值测算的全球货物贸易总量同比显著增长 5.5%，美国进口同比增长 22.8%，从中国、加拿大、墨西哥、泰国、越南进口同比增速分别达到 5.2%、8.3%、9.7%、23.3%、36.7%；墨西哥、日本、加拿大、欧盟、越南、泰国等经济体出口增长，出口同比增速分别达到 3.7%、7.4%、9.7%、9.8%、10.1%、15.2%。二季度，全球货物贸易总量同比增速放缓

³ 美国对巴西关税包括 10%“对等关税”与对部分商品的 40%惩罚性关税，对印度关税包括 25%“对等关税”与 25%惩罚性关税，对墨西哥、加拿大关税为针对不符合《美墨加协定》原产地规则的 25%“芬太尼”关税，对中国关税为 10%“芬太尼”关税与 10%“对等关税”，对其他经济体关税为“对等关税”。

至 4.3%，美国进口同比增长 2.1%，从中国、加拿大、德国、韩国进口同比分别减少 35.7%、14.5%、8.7%、7.3%，从马来西亚、印度、越南、泰国进口同比分别增长 21.0%、22.4%、36.7%、38.0%；欧盟、加拿大出口增速由正转负，同比降幅分别达到 0.5%、1.4%；东南亚国家维持出口高增速，印尼、新加坡、泰国、越南出口同比增速分别达到 9.6%、11.6%、14.8%、20.3%。三季度，与美国的贸易协定推动欧盟、日本、韩国出口温和增长，增速分别达到 0.3%、0.4%、6.6%；东南亚国家延续高增长态势，新加坡、印尼、泰国、越南出口同比增速分别达到 8.4%、9.8%、11.9%、19.3%。10 月，世界贸易组织将 2025 年全球货物贸易增速预测值由 8 月的 0.9% 上调至 2.4%，主要原因是企业“抢进口”以应对关税不确定性，全球通胀回落、财政宽松刺激需求，AI 及数字产业相关产品出口快速增长。WTO 数据显示，2025 年一、二季度 AI 相关商品贸易增速分别达到 16.5%、21.7%，同期非 AI 相关商品的贸易增速分别为 3.7%、4.2%。

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 10 月，美元）	2.7	-0.9	5.4	3.7	1.6	5.2
美国（前 7 月，美元）	8.5	10.9	5.5	4.9	5.2	4.5
欧盟（前 9 月，欧元）	3.3	3.6	3.0	-1.8	-5.0	1.3
德国（前 8 月，美元）	4.2	6.6	2.2	-3.5	-5.6	-1.7
荷兰（前 9 月，欧元）	3.3	3.1	3.4	-4.6	-5.7	-3.5
加拿大（前 8 月，加元）	2.7	5.0	0.3	1.0	1.1	0.8
俄罗斯（前 9 月，美元）	-2.7	-0.7	-4.1	-1.8	-4.7	0.2
日本（前 9 月，日元）	1.0	-0.4	2.5	5.0	3.0	7.3
韩国（前 10 月，美元）	0.9	-0.6	2.4	3.4	-2.1	9.0
印度（前 9 月，美元）	2.5	3.3	1.3	4.8	6.6	1.9
印尼（前 9 月，美元）	6.2	3.2	8.8	1.9	3.9	0.3
越南（前 10 月，美元）	18.1	19.3	16.9	15.0	16.4	13.8
泰国（前 9 月，美元）	12.8	11.9	13.9	4.4	4.7	3.8
新加坡（前 9 月，新元）	6.8	5.6	7.8	6.6	7.4	5.8
巴西（前 10 月，美元）	4.2	7.1	1.9	4.2	9.5	0.5
墨西哥（前 9 月，美元）	3.8	2.0	5.7	3.9	3.6	3.2

资料来源：Wind

展望 2026 年，全球贸易增速放缓，结构性调整可能提速。全球贸易保护主义仍将延续。特朗普援引《国际紧急经济权力法》（IEEPA）征收关税是否合法有待美国最高法院裁决，绝大多数法官对其合法性持怀疑态度。美国对华加

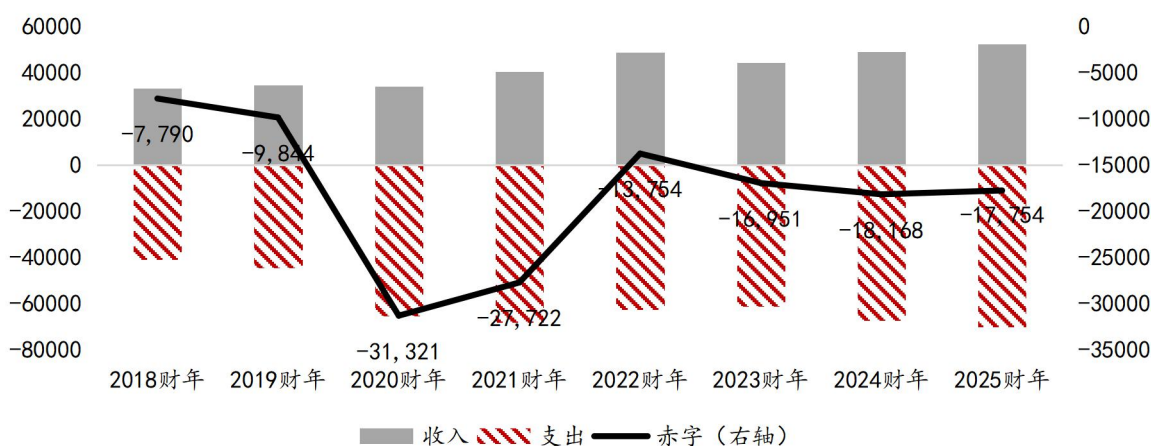
征“芬太尼”关税、对全球加征“对等关税”、对巴西和印度加征惩罚性关税均基于 IEEPA，若被裁定非法，美国关税税率在 2026 年存在下调可能。尽管 IEEPA 加征关税面临法律障碍，特朗普政府还可使用 232 条款等工具推出新的关税政策。与此同时，出口管制、技术壁垒、环境壁垒等非关税贸易壁垒的使用可能愈加频繁。特朗普关税政策在全球范围引发广泛示范效应，为保护本国市场，主要经济体加速调整钢、铝等重点产品的进口关税政策，取消小额包裹跨境免税政策，频繁推出反倾销反补贴调查。随着“抢进口”活动退潮，全球贸易总量增长将逐步走弱。预计 2026 年，全球贸易增速在 1%-2%。全球贸易区域结构调整可能加快。美国对符合《美墨加协定》原产地要求商品免征“对等关税”，将加速北美供应链一体化进程。全球贸易保护主义抬头，欧盟强化本土绿色产业链，区域内供应链将进一步紧密。中国-东盟自贸协定 3.0 版升级议定书正式签署、东盟 11 国启动数字经济框架协议谈判等有望推动亚洲地区贸易联系日益密切。世界贸易组织数据显示，截至 2025 年三季度，全球已生效的区域贸易协定达 373 个，较 2020 年增长 21%。全球贸易的产品结构调整有望提速。服务贸易占比有望提升，数字化、绿色化、知识密集化转型趋势下，新型服务贸易发展潜力巨大。高附加值商品贸易潜力有待释放，信息通信技术、绿色科技商品等将成为拉动商品贸易增长的新引擎。

（四）全球财政政策：财政政策扩张，减税、军费成为重要发力领域

2025 年，全球主要经济体实施积极财政政策。2025 财年，美国赤字规模高达 1.78 万亿美元，与 2024 财年基本持平（图 3）。收入端看，美国关税收入大幅增长。美国国会预算办公室数据显示，2025 财年美国关税收入攀升至 1950 亿美元，较 2024 财年的 770 亿美元增长超一倍。同时，特朗普政府于 2 月推出移民金卡计划，9 月签署行政命令表示将在 90 天内启动该移民项目，但项目带来的政府收入增长恐不及预期。支出端看，2025 年以来，美国大幅调整支出结构，包括通过设立效率部削减 550 亿美元开支、暂停绝大多数对外援助、削减

福利支出等。7月签署“大而美法案”，推动财政赤字持续扩大，部分抵消其缩减开支效果。“大而美法案”主要内容包括延续减税政策、加大企业与个人减税力度、增加国防与边境开支。美国国会预算办公室估算，预计到2034年，该法案将使政府债务增加4.1万亿美元。2025年，欧盟推出金额高达8000亿欧元的“重新武装欧洲”计划，并设立1500亿欧元的“欧洲安全行动”工具，为成员国采购安全与防务武器装备提供金融支持。欧盟核心成员国财政政策明显转向。德国放宽“债务刹车”限制，计划增加防务开支；法国聚焦增税减支以缓解赤字压力，但“悬浮议会”导致预算案多次未能通过。2025年以来，日本政府推出2.8万亿日元“紧急应对一揽子计划”，加重其财政负担。高市早苗主张积极财政政策，拟实施减税、扩大国防开支等刺激政策。财政赤字扩大加剧日本债务压力，引发日本长期国债拍卖遇冷、收益率大幅波动。

图3：美国财政收支情况（亿美元）



注：美国财年为上年10月到当年9月

资料来源：Wind

展望2026年，主要经济体将延续扩张性财政政策。美国国防支出将创新高，利息支出将继续攀升。美国国防部向参众两院提交高达8483亿美元的2026财年国防预算。“大而美法案”包含1570亿美元国防开支，其中1133亿美元将在2026财年支出。欧盟预计将通过财政杠杆实现战略自主与经济复苏双重目标。

欧盟委员会于 2025 年 6 月公布 2026 年预算提案，总额高达 1932.6 亿欧元，其中安全防务预算将增加 12%，重点投向边境管控、网络安全基建及快速反应部队建设。欧盟还将继续为乌克兰提供财政援助，并设立“乌克兰基金”。2025 年 11 月，加拿大政府推出新的财政预算案，并获议会通过。未来五年加拿大新增支出将聚焦国防、住房和医疗保健等领域，并通过裁减联邦公务员人数、暂停海外援助等措施节省部分开支，预计 2026 财年赤字将攀升至 780 亿加元。日本新首相高市早苗主张通过发债增加支出，为应对物价高涨、迎合民意，推出扩充地方交付金、支持医疗护理人员加薪、废除汽油税暂定税率、推进减税议程等扩张性财政政策。

（五）全球货币政策：欧美央行维持谨慎宽松，日本央行延续正常化路径

2025 年，欧美地区通胀水平逐步降温，主要央行货币政策保持适度宽松，但全球关税摩擦引发通胀黏性担忧。上半年美联储货币政策按兵不动，9 月重启降息，宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 4.00%~4.25%，随后 10 月再次下调 25 个基点至 3.75%~4.00%，12 月预计将进一步降息。2025 年上半年，欧央行连续四次议息会议上分别降低关键利率 25 个基点，7 月到 11 月维持三大关键利率不变。日本央行在 2025 年 1 月加息 25 个基点后，截至 11 月底维持政策利率在 0.5%，强调将依据工资水平与通胀预期情况，谨慎推进正常化步伐。英格兰银行在 2025 年 3 月、6 月和 8 月议息会议上分别降息 25 个基点后，利率降至 4.0%，11 月继续宣布维持利率不变，总体转向观望态势。

展望 2026 年，全球主要央行将继续根据自身经济和物价情况灵活调整货币政策，同时密切关注全球贸易政策、地缘政治风险以及金融市场波动等不确定性因素的影响，以确保经济的稳定增长和通胀目标的实现。全球货币政策将呈现以下特征。

1. 美联储可能采取渐进式降息路径，欧央行谨慎维持中性利率。美联储根

据经济发展态势、物价水平走势以及劳动力市场情况灵活调整货币政策，重心从“抗通胀”转向“稳增长与防债务风险”之间的平衡。预计 2026 年 PCE 通胀率将进一步回落至 2.6%，失业率维持在 4.4% 左右，美国联邦基金利率 2026 年仍有进一步下降空间。

2025 年欧元区通胀率持续回落，已经稳定在 2% 的目标水平附近，存款便利利率、主要再融资操作利率和边际贷款便利利率分别维持在 2.00%、2.15% 和 2.40%。欧央行强调依赖数据逐次会议审议，不会预先承诺利率路径。经济增长和通胀的微妙平衡，以及金融市场稳定性，将是其决策的关键考量因素。预计 2026 年欧央行在维持中性利率不变的同时，将持续关注全球贸易争端和地缘政治紧张局势对通胀上行风险的影响，根据通胀数据的变化谨慎进行利率决策。

2. 日本货币政策将保持渐进式加息路径，英格兰银行受通胀压力制约降息更为谨慎。日本央行货币政策遵循“渐进式收紧”的底层逻辑。日本央行的“收紧”本质是“从超宽松向常规政策的回归”，其操作始终遵循“审慎性、可预测性”原则。预计日本央行货币政策的正常化进程是“小步微调、动态评估”的过程，短期内不会脱离“以经济基本面为锚”的政策逻辑。预计 2026 年日本政策利率水平将逐步上调。值得关注的是，新首相高市早苗主张的宽松财政货币政策可能制约日本央行的加息步伐。

英格兰银行面临的核心挑战在于面临 G7 经济体中最突出的通胀压力，IMF（2025 年 10 月）《世界经济展望》预测显示，英国通胀率在 2025 年、2026 年将分别维持在 3.4%、2.5% 的水平，显著高于其他 G7 经济体，如美国 2025 年通胀预期为 2.2%、欧元区为 2.1%。这一结构性特征已成为制约其实施宽松货币政策的关键约束，使其在全球主要央行降息周期中保持“后发、渐进、谨慎”的政策姿态，与美联储、欧央行的降息节奏形成分化。从货币政策目标约束来看，英格兰银行的核心使命是维持物价稳定，通胀持续偏离目标将削弱政策可信度。若英格兰银行在通胀未形成明确回落趋势前贸然降息，可能导致“通胀

反弹-预期脱锚”的恶性循环，预计未来单次降息幅度以 25 个基点的“小步调整”为主，整体降息空间被显著压缩。

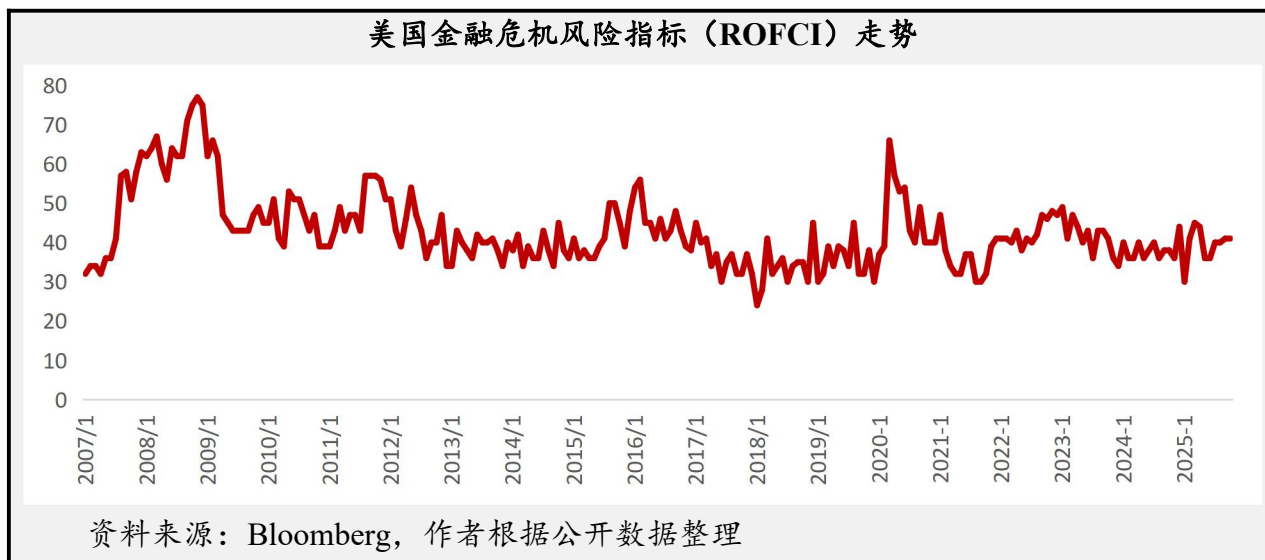
专栏 1：美国金融危机风险监测分析

美国金融危机风险指标显示，2025 年四季度美国金融危机风险指标（ROFCI）月平均值从第三季度的 40.33 上升到 41，持续处于不稳定区域。流动性风险上升成为四季度 ROFCI 上升的主要驱动因素。银行准备金及其与总资产的比值在安全区间内下降。联邦基金利率目标中值和 SOFR 的利差下降到负值，这反映出美国银行业和货币市场的流动性趋紧。为了应对银行体系准备金下降、流动性趋紧的问题，美联储在 10 月 29 日联邦公开市场委员会（FOMC）会议上宣布将于 2025 年 12 月 1 日正式结束自 2022 年以来持续三年的资产负债表缩减政策，以释放流动性，稳定金融体系。

四季度标普 500 波动性指数（VIX）较三季度略有上升，但整体仍处于安全区间。股市快速增长导致的投资者风险偏好上升及人工智能领域估值过高的风险仍然存在。公司债券市场和公司信贷市场的信用风险仍然在不稳定区域内小幅波动。银行股票市场呈现下行趋势，反映出投资者对银行业信心的减弱。与此同时，银行业以违约距离表示的系统性风险也在不稳定区域内有所恶化，凸显金融体系潜在压力。

美国宏观经济形势整体保持稳定。纽约联储周经济指数（WEI）在四季度维持平稳，处于安全区间，反映出宏观经济运行状态良好。国债 10 年期与 3 个月期利差由负转正，逐步摆脱倒挂局面，显示宏观经济环境及银行业净息差状况有所改善。美元兑主要货币交易的波动性指数（CVIX）持续下降，表明外汇市场风险进一步缓解。与此同时，在美联储 10 月 29 日降息后，联邦基金有效利率维持在 3.87%，接近目标区间中值 3.875%，美联储利率政策操作状态良好。

2026 年一季度预计美国经济政策将更加明确，随着美联储降息和停止缩表，金融市场整体风险有可能进一步缓解，但金融市场在 2025 年下半年累积的某些脆弱性和风险因素有可能在 2026 年延续。由于股市估值水平仍较高，未来仍有可能再次较大幅度波动。公司债券及公司信贷市场的信用风险及再融资风险可能随着美联储降息而改善，但过低的风险溢价仍然隐含了市场对风险重新定价的可能性。银行业流动性压力有可能随着美联储停止缩表而有所改善。非银行金融机构资产快速增长，其高度依赖短期货币市场资金仍然是市场流动性的脆弱点。随着美国国债发行的增长，货币市场基金的逆回购资产减少，非银行金融机构以及回购市场的流动性压力有可能上升。以上因素或将导致 ROFCI 继续在安全和不稳定区域边界波动。

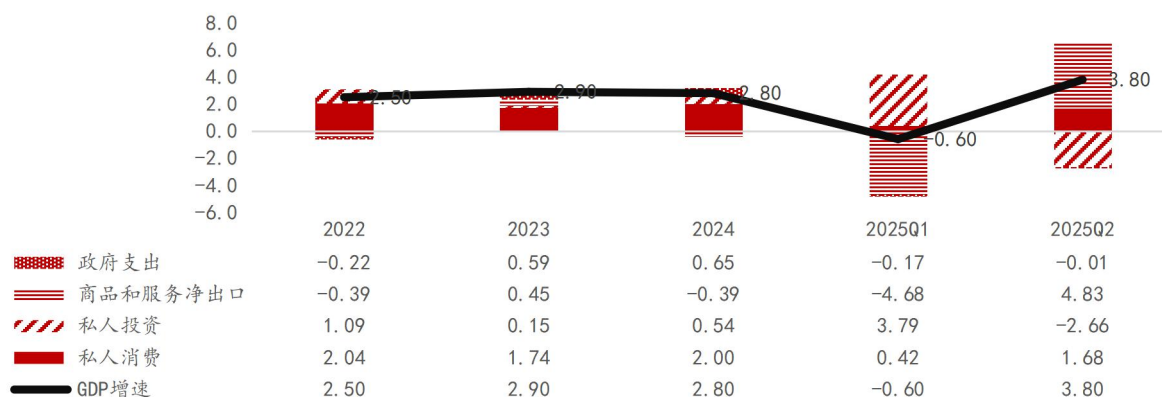


(六) 重点国别/地区经济形势研判

1. 美国：经济大幅波动，2026 年可能温和增长

2025 年，美国经济增速整体放缓，呈先降后升态势。一季度美国消费活动低迷，投资表现亮眼，财政扩张步伐放缓，“抢进口”对经济增长构成显著拖累，当季实际 GDP 出现负增长（图 4）。二、三季度贸易活动对经济负面冲击消退，消费得到修复，AI 投资增长对经济形成支撑，财政政策在经历年初收缩后逐步转回宽松轨道，实际 GDP 增速回升。四季度美国经济基本面相对稳健，中美经贸磋商取得积极成效，更多经济体与美国达成贸易协定，成为美国经济运行稳定因素；历时 43 天的联邦政府停摆对经济民生造成负面冲击。全年看，美国经济增长形势略好于预期。预计 2025 年美国实际 GDP 增速在 1.8% 左右，CPI 增速在 2.8% 左右。

图 4：美国实际 GDP 增速及分项贡献率（%）



注：季度增速为环比折年率数据

资料来源：Wind

内需走弱。消费扩张步伐受阻。2025 年前两个季度，不包括库存的美国国内最终购买增速环比折年率分别为 1.4%和 1.9%，降至 2023 年以来低位。通胀压力回升、移民政策收紧以及经济政策的不确定性共同对居民消费形成制约。投资表现相对活跃。2025 年前两个季度，美国私人投资增速环比折年率分别为 7.1%和 4.4%，好于 2024 年表现。美国数据中心与半导体设施建设潮创造出大量非住宅建筑投资和计算机等设备投资需求，支撑美国私人投资扩张，该趋势随着 2026 年减税政策（特别设备折旧政策实施）将进一步得到强化。财政延续温和扩张。一、二季度美国联邦政府消费和投资支出环比折年率分别为-5.3%和-5.6%，政府财政状况有短暂改善。三季度以来，美国财政政策再度转向宽松。2025 财年美国联邦政府预算赤字为 1.8 万亿美元，与 2024 年基本持平，联邦政府债务规模突破 38 万亿美元。

关税大幅调高背景下美国商品贸易逆差继续扩大。2025 年 1-7 月，美国累计商品贸易逆差 8710 亿美元，较 2024 年同期扩大 1660 亿美元。其中，一季度关税生效前的“抢进口”大幅推升进口额，较 2024 年同期高出约四分之一。进口活动的大幅波动也成为影响美国经济增长的主要变量，一、二季度商品和服

务净出口对美国 GDP 的贡献分别为-4.7 和 4.8 个百分点，远超出过往年份 0.5 个百分点以内的贡献量绝对值。

通胀持续上行，关税压力逐步显现。2025 年 9 月美国 CPI 同比增长 3%，是 2024 年 5 月以来最高水平，高于前值 2.9%，环比增长 0.3%，低于前值 0.4%；核心 CPI 同比增长 3.0%，低于前值 3.1%。自 4 月降至 2.3% 的年内低点后，美国 CPI 逐步反弹，6-8 月分别为 2.7%、2.7% 和 2.9%。9 月能源价格环比增长 1.5%，增幅较上月扩大 0.8 个百分点，是 CPI 增速回升的重要驱动因素；核心商品和服务价格则呈现温和回落，环比增速均由上月的 0.3% 降至 0.2%。9 月个人电脑（0.2%）、运动商品（1%）、鞋履（0.9%）、服装（0.7%）、家用电器（0.8%）等受关税影响较直接的商品价格持续保持上涨，不包含新车与二手车的其余核心商品价格环比上涨 0.3%，为 2025 年第二大月度涨幅，显示出关税对美国通胀的影响正在显现。

展望 2026 年，美国经济下行压力加大。有利因素看，受 AI 资本开支大增和制造业回流等趋势影响，美国投资扩张步伐将维持较快水平。在内部司法争议、中期选举压力等因素影响下，特朗普政府推出新的经贸限制性措施可能性降低，有利于降低美国经济运行不确定。新财年“大而美法案”将持续发挥效力，美国财政政策将继续保持宽松，有利于托底经济增长。不利因素看，关税成本压力向消费端传导，通胀反弹抑制居民真实收入和消费需求扩张。中低收入群体债务压力较大，消费潜力受到抑制⁴。移民政策造成的劳动力短缺、成本上升问题进一步显现，通过消费、生产渠道拖累经济增长。联邦政府收支失衡压力加大，美债风险上升将削弱美国金融体系竞争力。长期看，AI 热潮能否改善美国经济全要素生产率存疑，短期大规模投资存在泡沫化风险。预计 2026 年美国实际 GDP 增速在 1.6% 左右，较 2025 年下降 0.2 个百分点；CPI 增速在

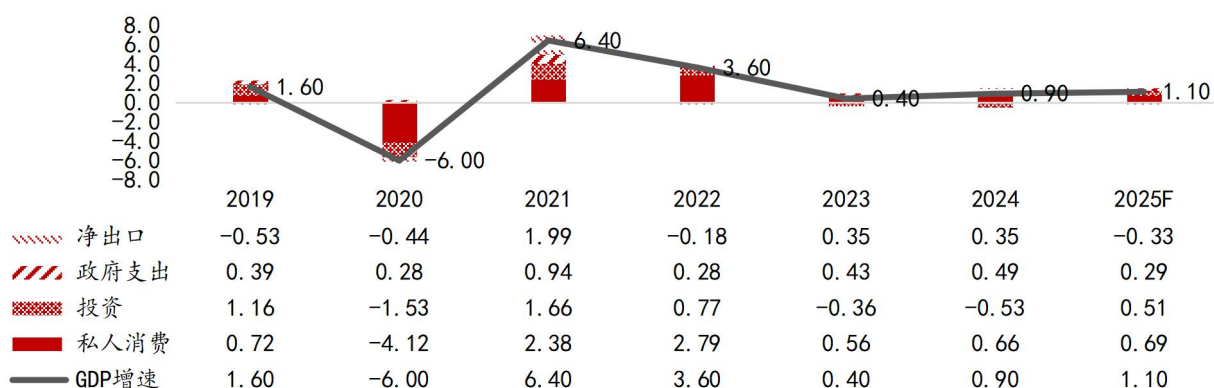
⁴ 纽约联储最新发布的《家庭债务和信贷季度报告》显示，2025 年三季度美国信用卡逾期率为 12.41%，升至 2011 年以来最高水平。惠誉评级数据显示，2025 年 10 月，美国次级汽车贷款借款人逾期至少 60 天的比例升至 6.65%，为 1994 年以来最高水平。

3.2%左右，较 2025 年上升 0.4 个百分点。

2. 欧洲：经济低迷，大概率延续低增长

欧元区经济增长低迷，通胀处于温和水平。2025 年前三季度，欧元区经济延续近年来低增长态势，实际 GDP 同比增速逐季下降，依次为 1.6%、1.5%和 1.4%，预计欧元区 2025 年实际 GDP 将增长 1.1%，较 2024 年提高 0.2 个百分点（图 5）。私人消费表现平稳，增速预计为 1.3%，与 2024 年持平；投资增速在欧央行降息及连续两年负增长低基数影响下，预计在 2.4%左右，是经济增长主要拉动因素；政府支出增速较 2024 年有所放缓，主要成员国财政扩张效果尚未显现；受特朗普关税冲击影响，净出口对经济贡献由正转负（图 5）。制造业缓慢下行，2025 年产能利用率平均为 77.8%，较 2024 年下滑 0.4 个百分点，连续三年呈下降态势。服务业保持平稳增长。2025 年 8 月，欧元区服务业生产指数为 116.6，较 1 月的 115.8 小幅上涨。从主要成员国表现看，西班牙是 2025 年欧元区经济增长的重要引擎，前三季度 GDP 同比增速均在 3%左右；法国经济增长稳中有升，前三季度 GDP 同比增速分别为 0.6%、0.7%和 0.9%；意大利经济增速则逐季放缓，前三季度增速分别为 0.7%、0.5%和 0.4%；德国经济呈低速增长，前三季度同比增速均在 0.3%左右。

图 5：欧元区实际 GDP 增速贡献率（%）

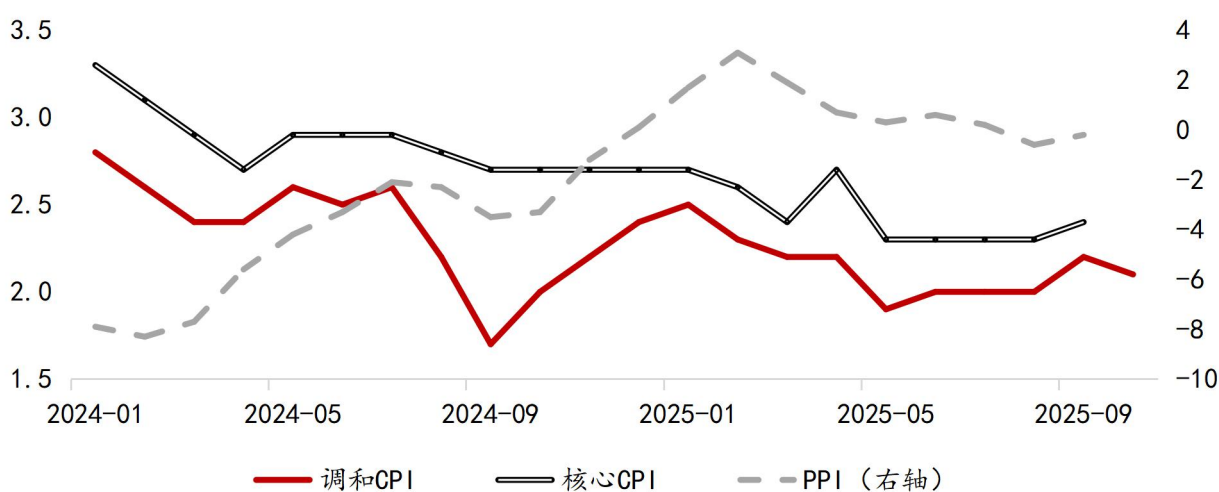


注：欧元区数据为国别加总，分项数据存在误差

资料来源：Wind, ECB

通胀水平稳定在央行目标区间。2025年前10个月，欧元区调和CPI同比增速维持2%左右，核心CPI同比涨幅在2.3%左右。其中，服务通胀处于较高水平，前10个月维持3%以上；10月食品通胀降至年内低位2.5%，物价压力有所缓解；其他工业品价格维持小幅上涨态势，前10个月水平在0.6%左右；能源价格自3月起维持下跌态势，10月降幅为1.0%。工业生产者价格重新回落，2025年9月欧元区PPI同比下跌0.2%，连续两个月下降（图6）。

图6：欧元区通胀走势（%）



资料来源：Wind

展望2026年，欧元区经济大概率延续低增长。一是结构性问题制约经济增长。当前，欧元区面临劳动力短缺、创新动能不足等结构性问题。供给端表现较弱加上内外部局势动荡，抑制欧元区消费者、投资者信心。二是财政扩张效果尚待观察。俄乌冲突持续将加大欧盟援乌财政负担。截至2025年9月中旬，欧盟已向乌克兰提供1690亿欧元援助，资金来源主要为欧盟机构直接拨款及成员国出资承诺。对乌援助挤占成员国财政空间，降低财政支出乘数效应。欧盟推动防务自主，军备支出有望拉动国防工业发展，成为德国等工业国家经济复苏的重要抓手。法国、意大利、希腊等成员国政府债务规模较高，财政支出的空间受限。三是经贸摩擦影响持续显现。美欧于2025年7月达成贸易协议，该

协议对欧洲各国影响存在非对称性，关税升高对德国、意大利、爱尔兰等国出口企业影响更为明显。由于缺乏统一财政协调机制，对美 6000 亿美元投资承诺大概率将依靠私人部门资金。若未来欧盟无法履约，可能面临美国抬高关税风险。预计 2026 年欧元区实际 GDP 增速在 1.0% 左右，较 2025 年下降 0.1 个百分点，CPI 增速在 1.9% 左右。

德国：经济增长动能逐步回升，但基础仍相对薄弱。2025 年前三季度，德国实际 GDP 环比增速分别为 0.3%、-0.2% 和 0%，同比增速分别为 0.2%、0.3% 和 0.3%，增长动能不足。供给端看，制造业维持疲软态势。2025 年前 9 个月，德国工业生产指数平均为 91.7，较 2024 年同期下降 1.4 个点。产能利用率小幅回升，2025 年四季度为 78%，较一季度 76.6% 有所好转。需求端看，私人消费与投资增长相对平稳。德国失业率呈小幅增长态势，由 1 月的 3.5% 升至 9 月的 3.9%。居民消费仍保持平稳，2025 年前两季度同比增速均为 1.3%。在 2024 年低基数影响下，2025 年德国投资明显增加，前两季度同比增速分别高达 2.7% 和 5.5%。政府支出是德国经济重要支撑因素，2025 年前两季度同比增速分别为 3.0% 和 2.1%。受特朗普关税政策影响，净出口严重拖累德国经济增长，2025 年一、二季度分别拉低 GDP 同比增速 1.5 和 2.3 个百分点。预计德国 2025 年实际 GDP 增速为 0%。

展望 2026 年，德国经济有望回暖，但工业发展仍面临挑战。随着德国推进能源“去俄罗斯化”、大量进口美国高价能源，工业企业成本仍将居高不下，可能将加快制造企业外迁步伐。欧盟对华电动汽车征税推高部分德国企业生产成本，加大制造业复苏阻力。在低基数效应下，德国投资具有增长空间。政府加大基础设施与国防领域财政支出力度，将支撑德国经济复苏。预计 2026 年德国实际 GDP 增速为 0.7%，较 2025 年上升 0.7 个百分点。

法国：政局动荡加大经济增长不确定性。2025 年前三季度，法国实际 GDP 环比与同比增速均逐季上升。供给端看，法国服务业增长动能减弱。10 月，法

国服务业 PMI 终值为 48.0, 较 9 月下降 0.5 个点, 连续 14 个月处于荣枯线以下。制造业维持缓慢增长态势。2025 年前 9 个月, 法国工业生产指数平均为 104.5, 较 2024 年同期小幅上升 0.1。需求端看, 上半年法国内需表现相对强劲, 但受政局影响, 三季度逐渐转弱。2025 年前三季度, 居民消费增速分别为 0.6%、0.7% 和 -0.1%。三季度, 法国投资同比增速为 1.4%, 较一、二季度的 2.9% 和 6.6% 明显放缓。法国政府支出前三季度同比增速分别为 1.2%、1.5% 和 1.6%。净出口对经济拉动作用有限, 一、二季度出口增速明显慢于进口增速, 三季度出口虽同比增长 2.6%, 但仍难以抵消前期累积的贸易逆差。预计 2025 年法国实际 GDP 增速为 0.7%。

展望 2026 年, 法国经济增长仍面临挑战。从不利因素看, 总统马克龙计划削减 2026 年度财政预算, 但左翼与极右翼反对财政紧缩, 财政预算案进展将显著影响法国公共投资和相关政策改革走向。法国公共债务持续攀升, 高债务限制政府财政空间, 并加大主权债务风险。美国贸易政策不确定性、法国贸易保护主义兴起, 将拖累法国出口增长。制造业产值持续下降, 能源成本制约制造业竞争力提升。从有利因素看, 欧央行降息有利于推动投资, 并改善居民资产负债表。法国绿色和数字转型加快, 核能、AI 产业发展有望释放增长动能。通胀逐步下降, 奥运遗产效应有望推动法国消费和旅游业增长。预计 2026 年法国实际 GDP 增速为 0.9%, 较 2025 年提高 0.2 个百分点。

英国: 经济增长动能持续减弱。2025 年前三季度, 英国实际 GDP 环比增速分别为 0.7%、0.3% 和 0.1%, 同比增速分别为 1.8%、1.4% 和 1.3%。供给端看, 工业表现依然疲软。2025 年前 9 个月, 英国工业生产指数为 98.1, 较 2024 年同期下降 0.4。10 月, 英国制造业 PMI 为 49.6, 仍低于荣枯线水平。黑客网络攻击影响工业表现, 9 月英国最大汽车制造商捷豹路虎遭遇黑客攻击, 使其网络关闭、生产瘫痪, 被迫停产近六周, 损失利润超 1.96 亿英镑。服务业表现好于制造业, 10 月英国服务业 PMI 为 51.1, 较 9 月的 50.8 小幅上升, 延续温和

扩张态势。需求端看，英国消费与投资动力趋弱。2025年前9个月，英国失业率呈明显上升态势，9月失业率攀升至5%，较1月的4.4%明显上升，创2021年3月以来最高水平。进出口贸易受阻推高物价水平，2025年英国通胀率预计达到3.5%，为七国集团中最高。劳动力市场趋弱使私人消费增长乏力，三季度英国居民消费同比增速为0.7%，较二季度的1.1%下降0.4个百分点。英国央行下调利率带动投资增长，前三季度固定资本形成总额同比分别增长2.9%、2.9%和3.8%，成为支撑经济增长的重要因素。政府支出增速逐季下降，前三季度同比增速分别为2.2%、2.1%和1.9%。美国关税政策对英国贸易影响较小，但前三季度进口增速明显高于出口，净出口对经济增长的拉动作用有限。

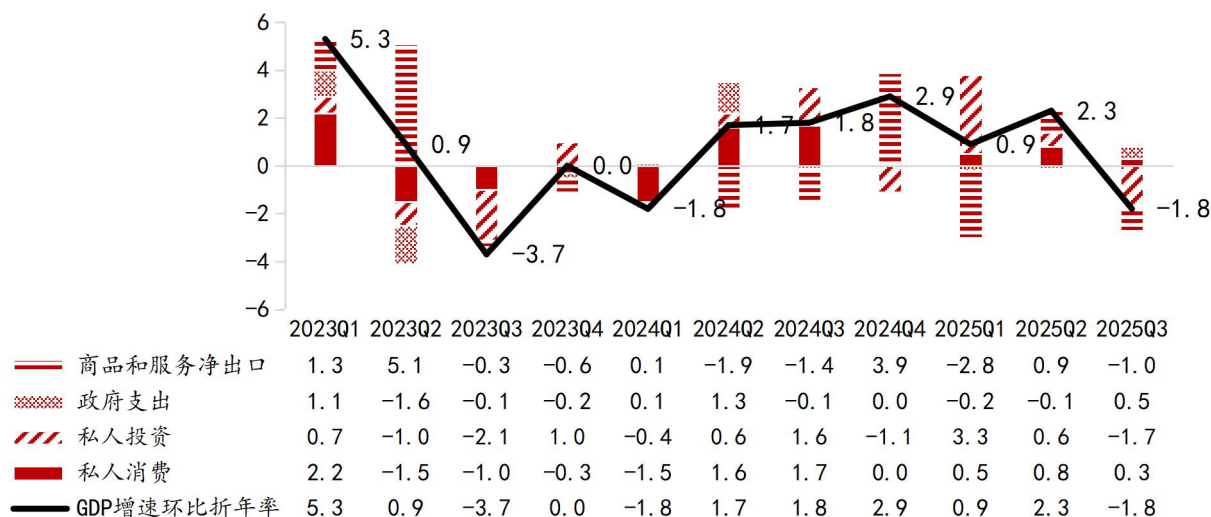
展望2026年，英国经济增长面临挑战。特朗普关税政策虽对英国贸易影响有限，但脱欧显著增加英欧贸易壁垒，持续对英国经济增长产生负面影响。2026年英国通胀率仍将大概率高于2%的央行目标。英国工资增幅不及通胀率，居民实际收入降低，削弱消费增长动力。英国财政面临“缓解债务压力与刺激经济增长”两难。英国政府于11月26日发布秋季预算案，迫于民意压力，放弃直接提高所得税税率，沿用历届政府调整其他较小税种以弥补财政缺口的方式。英国财政收入难以出现较快增长，只能增加债务填补财政收支缺口，这削弱了市场信心，英国长期国债收益率维持高位，汇市、股市波动加剧。金融服务业作为英国支柱行业，金融市场动荡可能影响其经济增长前景。从发展潜力看，英国2025年初公布《AI机会行动计划》，人工智能将继续成为其技术进步与经济增长的抓手，为金融服务、制造业等领域发展提供支持。**预计2026年英国实际GDP增速为1.2%，与2025年持平。**

3.日本：经济运行的不确定性上升

2025年，日本经济维持低增长，呈“前高后低”态势。一季度和二季度，日本实际GDP增速分别为0.9%和2.3%（环比折年率），三季度骤降至-1.8%（图7）。2025年上半年，私人消费和私人投资对实际GDP增速（环比折年率）

拉动率均为正值。薪资谈判带来工资增长，支撑私人消费。2024 年和 2025 年，日本“春斗”实现涨薪幅度分别达到 5.1%和 5.3%。受此推动，私人消费稳步复苏。截至 2025 年二季度，私人消费支出保持连续四个季度同比正增长，平均增速约 1.2%。受益于全球半导体需求增加，日本企业盈利改善，带动设备投资增长，尤其是 AI 基础设施、半导体、纯电动汽车及零部件等领域投资。2025 年前三个季度，日本私人企业设备投资同比增速分别为 2.9%、2.3%和 3.3%。4 月起日本住宅节能标准变得更加严格，对国内房地产投资影响逐步显现。三季度，住宅投资同比下滑 7.9%。预计 2025 年，日本实际 GDP 增速在 0.6%左右。

图 7：日本实际 GDP 环比增长折年率及分项贡献率（%）



资料来源：Wind

美国加征关税扰动下，日本外需偏弱。4 月，美国宣布对日本汽车加征 25% 关税；6 月，对日本钢铁和铝加征 50% 关税；7 月，美日贸易谈判达成协议，将除汽车、钢铁和铝材之外的整体关税由 2.24% 上调至 15%，汽车关税从 25% 降至 15%，钢铁和铝仍保持 50% 的关税水平，并于 9 月 4 日正式实施。5-7 月，日本出口月同比均为负增长；8 月、9 月恢复正增长，但增速分别仅为 1.0% 和 2.8%。对美出口下跌态势仍在延续，整体拖累日本外需表现。9 月，对美出口额跌幅扩大至 15.2%，汽车及零部件、半导体制造设备等关键产品对美出口下

滑明显。美国占日本出口份额从年初约 20% 降至 9 月约 17% 的水平。2025 年前三季度，净出口对日本实际 GDP 增长构成拖累。

2025 年日本通胀依然顽固。2025 年 1 月，日本 CPI 同比增速上升至 4% 的高位，8 月回落至 2.7%，9 月再度上升 0.2 个百分点至 2.9%，持续高于日本央行货币政策目标。当前，日本输入性通胀特征明显。分结构看，服务通胀平稳，食品与能源价格维持高位。日本高度依赖能源进口，日元贬值推高进口成本，国内能源消费价格随之上涨。极端天气导致日本国内大米供应短缺，粮食及相关食品价格持续上涨。

展望 2026 年，日本经济将延续低增长。高市早苗就任日本首相，相关政策调整将对日本经济造成负面影响（专栏 2）。高市早苗将推行相对宽松的货币财政政策，但政策效果可能受到日本债务压力制约。2025 年 8 月，日本政府债务总额占 GDP 的比重高达 234.9%，是全球主要经济体中负债率最高的国家，未来还需要执行向美国投资 5500 亿美元的投资承诺。如果日本政府沿用财政赤字货币化模式，可能导致通胀攀升、日元汇率下跌局面。**高市早苗近期错误言论和行径会严重拖累日本经济。**日本野村综合研究所预计，中国政府的旅游提醒可能令日本此后一年旅游消费收入减少约 2.2 万亿日元，拖累日本实际 GDP 增速 0.36 个百分点。由于投资者担心日本同周边国家关系恶化导致访日游客减少，11 月 17 日，日本东京股市百货公司、运输、消费等旅游相关股票遭抛售，部分股票跌幅过 10%。**高市早苗执政基础尚不稳固，推行改革政策可能受阻。**首先，自民党与维新会执政目标存在分歧。维新会主张削减支出和小政府，与高市早苗倾向于通过财政支出与减税刺激经济相悖。维新会“副首都”构想引起自民党内部关西议员不满。若两党在重大政策上产生分歧，维新会可能随时退出执政联盟，导致联合政府垮台⁵。其次，“黑金丑闻”后，自民党公信力严重受损，自民党与维新会组成的执政联盟在众议院和参议院议席总数均未过半，

⁵ 维新会选择“阁外合作”，保证了自身的灵活性。1994 年，在阁外合作框架下成立的羽田政权仅维持约两个月便告终结。

“朝小野大”局面意味着重要法案通过必须获得在野党支持，这显著增加执政难度。预计 2026 年日本实际 GDP 增速在 0.5% 左右。

专栏 2：高市早苗就任日本首相，经济前景不确定性升温

高市早苗当选首相后的首次施政方针演讲，围绕外交、安全、经济等政策展开，对日本经济增长效果产生重大负面冲击。

主张使用扩张性财政政策刺激内需增长，日本财政赤字规模或进一步扩大。缓解通胀压力方面，列出推动废止汽油税临时税率、扩充面向地方政府的补助金、补贴冬季电费和燃气费等具体举措，并考虑提高个人所得税起征点。促进产业发展方面，在人工智能、半导体、造船、量子技术、生物技术、航空航天、网络安全等战略领域增加财政支出，目标是五年内激活 17 个关键产业。加强国防建设方面，提出力争在 2026 财年实现国防支出占 GDP 比重提高至 2% 的目标（原定 2027 财年实现）。受深度老龄化、关键资源依赖进口等影响，短期内，高市早苗的产业政策带动经济增长的效果难以显现，日本政府仍需要依靠债务融资来支持其经济政策，预计 2026 年日本政府财政赤字率将进一步上升。

偏好宽松货币政策，日本加息相对谨慎。扩张性的财政政策需要相对宽松的货币政策配合。高市早苗倾向维持低利率环境，强调政府和央行的政策协调性。10 月，其就任后的第一次央行议息会议上，日本央行维持 0.5% 的基准利率不变。接下来日本货币政策大概率在高市早苗偏鸽派立场和降低通胀之间进行平衡，2026 年日本央行可能小幅加息。

高市早苗外交立场严重影响其执政根基和国际合作，日本外需可能明显收缩。其涉台错误言论严重破坏中日关系，在日本国内和国际社会均引发强烈质疑。日本国内多方均表达对高市早苗的不满，担忧其将日本拖入“国家危机”。近期，日本政府追加开放了主张独岛等主权的“领土主权展览馆”扩建空间，引发韩国强烈不满。韩国已通知日本海上自卫队，暂停原定于 11 月举行的联合搜救演习。若日本政府不及时修正其外交行为，其国际贸易、入境旅游等均将面临较大冲击。

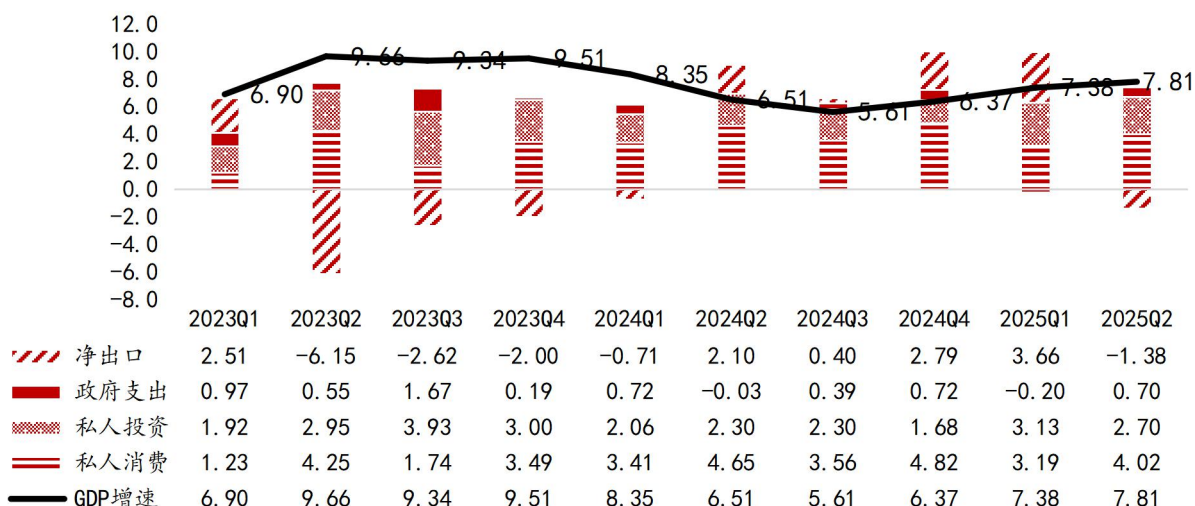
4. 印度：经济增速呈倒“V”型，结构性改革迫在眉睫

2025 年一、二季度，印度实际 GDP 同比增速分别为 7.4%、7.8%。印度储备银行预计 2025 财年⁶印度实际 GDP 增速为 6.8%，意味着三、四季度印度实际 GDP 增速将大幅放缓（图 8）。10 月，印度 CPI 同比上涨 0.25%，创 2017 年 6 月以来最低水平，较 9 月下降 1.2 个百分点。蔬菜、谷物、豆类等食品价格持续收缩（-3.7%）是主要原因。从行业看，制造业表现强劲，9 月增加值同

⁶ 2025 财年时间为 2025 年 4 月 1 日-2026 年 3 月 31 日。

比增长 4.8%，高于去年同期 4% 的增幅。电力行业增加值同比增长 3.1%，较 2024 年 9 月提升 2.6 个百分点。信息技术行业受美国 H-1B 签证申请政策冲击，产值可能出现下降。预计 2025 年印度实际 GDP 增速在 6.6% 左右。

图 8：印度实际 GDP 及其分项同比增速（%）



资料来源：Wind

私人消费是经济增长重要引擎。二季度，印度消费同比增长 9.2%，较上季度下降 1.2 个百分点，但仍是经济增长重要引擎。下半年，印度私人消费增长强劲。排灯节期间，消费总额突破 1 万亿卢比，其中黄金与白银类珠宝商品销售额高达 6000 亿卢比，同比增速达 25%。主要原因在于：一是惠及多数消费群体的减税政策生效，刺激效果明显。9 月 22 日起商品及服务税（GST）改革正式生效，半数日常必需品完全免税，其余适用 5% 税率，普通家庭消费成本有效降低。二是就业市场表现强劲。9 月，城市失业率降至 6.6%，就业增长超过人口增长，农村和半城市地区的自营职业和微型创业快速扩张。女性就业率上升显著。三是农村消费持续扩张，除农村居民消费外，城市居民的农家乐消费成为新的热点。投资和出口表现疲软。二季度，印度私人投资同比增长 8.3%，与 2024 年同期持平，对 GDP 贡献为 34.6%。关税压力下，印度政府加大减税和政府支出力度，对私人投资形成一定刺激。但营商环境改革收效甚微、外部环境恶化背景下，印度私人投资信心不足。关税压力对出口的负面影响开始显现。

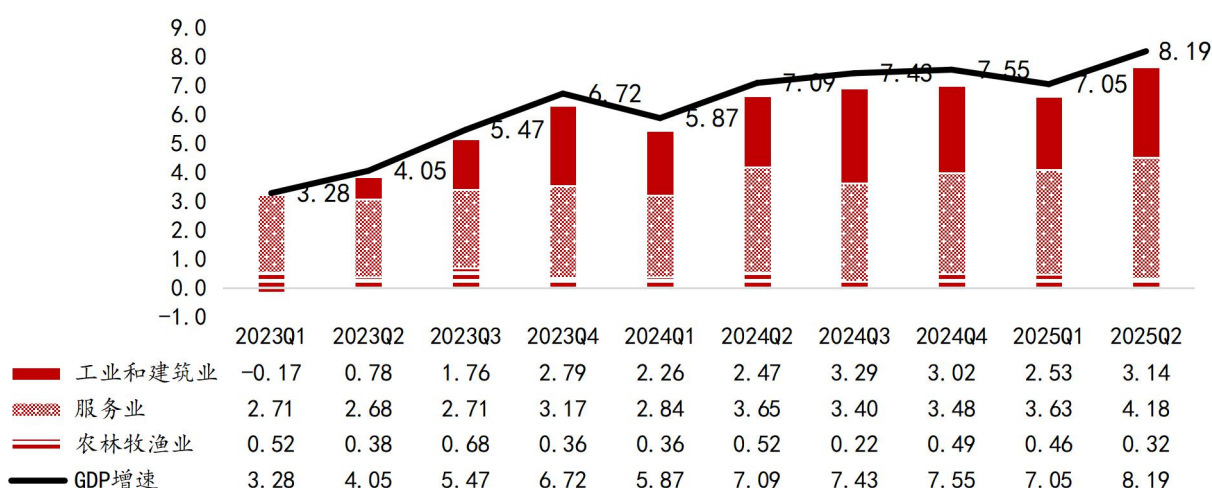
10月，印度商品出口同比增速跌至-11.8%，较上月大幅减少18.6个百分点，9月对美国出口同比减少11.9%，对中国出口激增34%。

展望 2026 年，印度私人消费有望保持强劲表现，关税压力下出口增速放缓。消费方面，就业市场强劲、GST 改革有望支撑印度私人消费保持强劲增长。出口方面，关税压力将逐渐显现。对美出口约占印度总出口 20%，美国对印度产品征收的关税税率累计达 50%，这将对印度出口形成压制，预计对 GDP 增速形成 2 个百分点拖累。印度政府正在酝酿出台为期五年的国家出口促进战略，主要措施包括通过利率补贴和低成本信贷向占出口总量 46% 的中小微企业注入流动性。投资增长面临外资流出和政府债务问题制约。2025 年 1-8 月，印度 FDI 撤资金额高达 286 亿美元，明显高于前十年均值（160 亿美元）。主要受印度被美加征高关税，印度法律与监管环境不确定性较大，政府行政效率低下、程序繁琐拖沓以及电力、交通、港口等基础设施相对落后等因素影响。外资加速撤离使印度制造业增长乏力、自主创新能力受限。2025 年 9 月，印度制造业增加值占 GDP 比重仅为 15.9%，与印度制造战略 25% 的目标值相去甚远。印度政府债务压力持续上升。截至 2025 年 6 月末，中央政府债务总额达历史最高水平 190.7 万亿卢比，1-8 月政府赤字规模达 54.1 万亿卢比，较 10 年平均水平高出 4.2 万亿卢比。根据预算安排，印度政府将在明年 3 月底前再次从市场借入 6.8 万亿卢比用于道路、电网等基建项目，预计年底前印度公共债务总额占 GDP 比重将接近 85%。在税改使政府收入减少背景下，印度财政可持续性压力或将对公共投资增长造成限制。预计 2026 年印度实际 GDP 增速约为 6.5%，CPI 增速约为 0.8%。

5.越南：经济展现出韧性和活力

2025 年三季度越南实际 GDP 同比增速为 8.2%，前三季度累计增长 7.8%，增速高于预期且达到 3 年以来最快水平。在复杂多变的全球经济环境下，越南经济展现出韧性和活力。预计 2025 年越南实际 GDP 增速在 8% 左右。

图 9：越南 GDP 同比增速及分行业贡献值（%）



资料来源：Wind

国内消费为经济增长提供有力支撑。2025年前9个月，越南商品、服务和旅游消费大幅增长，消费信心强劲回升。零售销售额累计同比增长9.6%，住宿和餐饮服务累计同比增长15.7%，为疫情以来最高增速。企业活力也随之不断增强，前9个月，越南全国有超过23万家企业新成立或恢复运营，同比增长26.4%。平均每月有超过2万家企业进入或重新进入市场。出口是推动越南经济增长的关键引擎。2025年前9个月，越南出口额约3490亿美元，同比增长16%。计算机、电子产品及零部件仍是最大出口类别，出口额达384.1亿美元，电话及零部件出口额为224亿美元，机械、纺织品、鞋类和木制品也是主要出口商品。关税生效前的“抢出口”效应是主要刺激因素，第三季度对美出口同比增长近30%，主要集中在消费电子及零部件产品。在全球贸易紧张局势中，外商直接投资是2025年越南经济增长的关键驱动力。2024年，新加坡、韩国和中国内地是三大投资来源；2025年以来，新加坡与中国内地各占新增外资总额的约四分之一，韩国份额下降，美国资金占比上升。尽管全球贸易环境波动，世界两大经济体仍持续扩大在越投资，反映出贸易竞争加剧背景下全球供应链的重组。制造业和旅游业表现亮眼。“抢出口”效应下越南制造业产能利用率明显提升，9月制造业生产指数同比增长达12.7%，较去年同期提升2.3个百分点。

越南旅游业出现爆发式增长，2025年前9个月国际游客达1500万人次，相当于2019年的120%，使越南成为东盟旅游复苏速度最快的国家。市场认为在全球货物贸易不确定性加大背景下，越南旅游业竞争力持续提升，正成为支撑增长的重要缓冲垫。

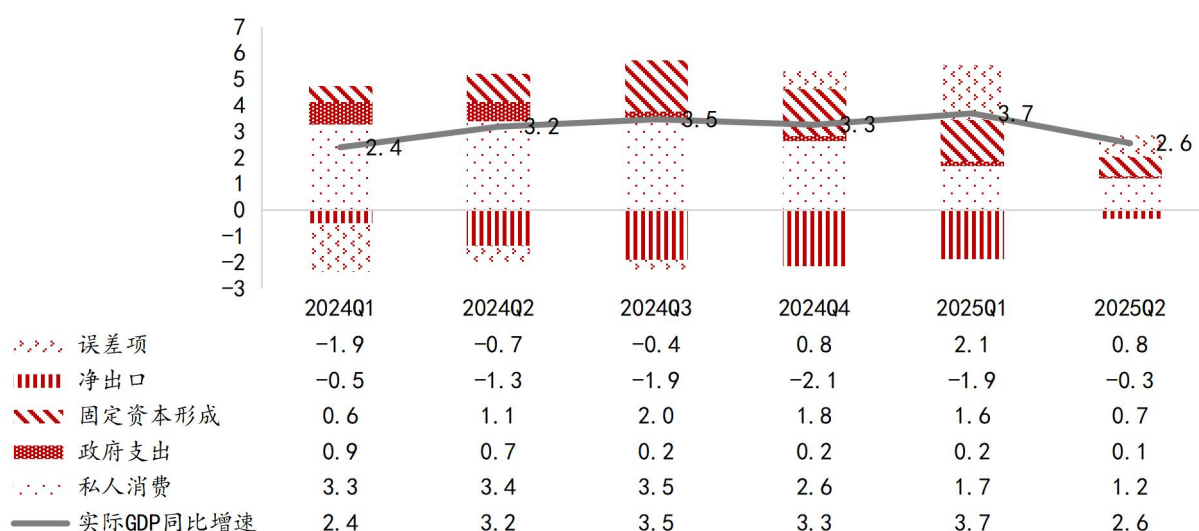
展望2026年，越南经济有望保持活力。越南统计总局对三季度制造业和加工企业的调查显示，40.8%的企业预计四季度情况将有所改善，41.7%的企业预计运营稳定，17.5%的企业预计会面临困难。在产业协同发展、制造业与出口韧性、消费与企业活力提升背景下，越南政府计划在2026年实现10%的经济增长目标。但2026年全球贸易增速放缓仍将对越南经济造成直接冲击，基础设施瓶颈、综合人力成本等长期问题仍有待解决，政府公共投资尚未实现100%拨付率。**预计2026年越南GDP增速约为7%，CPI约为3.5%。**

6.巴西：面临内外双重压力，经济增速放缓

2025年以来，巴西经济增速放缓。私人消费受高通胀拖累。巴西是典型的内需驱动型经济体，2020-2024年私人消费的GDP占比平均为62.9%。2025年以来，巴西通胀率持续高于4.5%的通胀容忍上限，前九个月广义消费者物价指数（IPCA）同比增速均值为5.2%，较2024年同期高1.0个百分点，燃料和能源、住房、食品和饮料价格上涨是主要原因。根据巴西央行10月最新报告，2025年巴西IPCA同比增速预计为4.7%。通胀高企削弱了巴西居民的实际购买力，私人消费对实际GDP的拉动作用减弱。**私人投资受高利率冲击。**当前，巴西基准利率水平为15%，是2006年7月以来的最高水平。2025年9月，巴西央行决定将基准利率维持在15%水平不变，但不排除在必要时重新上调基准利率的可能性。**政府支出扩张受限。**巴西财政支出刚性特征突出，社会保障支出、强制性现金支出、工资支出等刚性支出的占比合计约为90%。高利率和支出刚性导致政府财政空间受限，净投资等乘数较大的支出类别占比走低，财政支出对实际GDP的支撑作用趋弱。**净出口收窄。**受“基础设施加速计划”、农业机械

化等因素推动，2025年前10个月巴西进口总额同比增长7.1%，机械设备及零部件、电子元器件及设备、化工原料及制品、汽车及零部件、矿物燃料是主要拉动项。同期，巴西出口规模同比增长1.9%，较2024年同期增速提高1.4个百分点。出口增速不及进口增速导致这一时期巴西对外贸易顺差由628亿美元收窄至524亿美元。预计2025年巴西实际GDP增速在2.2%左右。

图 10：巴西实际 GDP 增长率及分项同比增速（%）



资料来源：Wind

展望2026年，巴西面临内外多重困扰。美国关税政策是影响巴西2026年经济走势的重要外部因素。巴西出口对美依赖度较高，2024年商品总出口中以美国为目的地的占比达到12.1%，矿产品（21.2%）、贱金属及制品（14.1%）、机电产品（9.6%）是主要类别。巴西国家工业联合会预测，美国关税政策将导致巴西出口增速下降1.5个百分点，对巴西GDP的拖累约为0.2个百分点。巴西采取多项策略应对美国关税冲击，包括积极与美国开展谈判、推动出口目的地多元化、双向调整关税政策，但政策效果有待观察。内部多重因素对巴西2026年经济增长前景造成扰动。一是高通胀、高利率与财政赤字间的循环难以打破。高通胀导致央行被动维持高利率政策，高利率政策加重政府财政支出压力，高利率与高赤字强化了社会对巴西未来经济衰退的预期，引发新一轮资本流出，

加剧货币贬值，再度引发输入型通货膨胀。二是巴西即将举行总统选举，卢拉能否连任有待观察。2026年，拉美多国进入大选周期（专栏3）。巴西将于2026年10月举行总统选举，现任左翼总统卢拉确认参选。2025年以来，卢拉政府支持率存在较大波动，5月曾跌至40%低点，随后有所回暖，10月再度回升至48%。预计2026年巴西实际GDP增速在1.7%左右。

专栏3：拉美多国进入大选周期

2025年，厄瓜多尔、特立尼达和多巴哥、苏里南、玻利维亚、智利、洪都拉斯、海地等拉美七国举行大选。围绕总统大选，左右势力进行激烈较量。厄瓜多尔原右翼总统诺沃亚获得连任，特立尼达和多巴哥右翼联合民族大会党卡姆拉当选总理，苏里南民族民主党领导人西蒙斯当选总统。玻利维亚于10月举行总统选举，当选总统帕斯成为近二十年来首位非左翼总统。新任总统帕斯在竞选期间主张中央政府将部分财政预算直接下放至地方政府以强化地方自治与资源分配，提供普惠信贷支持、减税、取消非必要贸易壁垒，推行司法改革和反腐败。美国国会曾指出，玻利维亚争取社会主义运动党执政期间，两国关系“处于紧张状态”，代表基督教民主党的帕斯上台或将为双边关系缓和带来转机。智利于2025年11月举行总统大选首轮投票，并将于12月14日举行第二轮投票。右翼候选人卡斯特有望胜出，其主张延续新自由主义经济政策，精简政府开支，减少政府对经济的干预，推动国企私有化；严控非法移民，采取强硬手段保障社会安全并有力打击犯罪。卡斯特亲美倾向突出，曾多次公开与美国政客会面。但作为保守派代表人物，卡斯特对华政策大概率会延续智利政坛的传统基调，呈现政治稳定、经贸务实特征。洪都拉斯于2025年11月30日举行总统选举，左翼候选人蒙卡达、右翼国民党候选人阿斯夫拉、右翼自由党候选人纳斯拉亚是主要竞争者。目前各民调分化明显，选举结果难以预测。三名候选人的中美关系立场存在明显分歧，左翼候选人主张深化与中国的合作，另两位右翼候选人主张与美国建立更紧密的连接。

2026年，哥斯达黎加、秘鲁、哥伦比亚、巴西、尼加拉瓜等拉美国家将举行总统大选，选举情况存在较大不确定性。巴西现任左翼总统卢拉确认参选。前右翼总统博索纳罗被巴西选举法院禁止参与公职选举，右翼主要选举人知名度有限但均是博索纳罗的亲密伙伴或支持者，博索纳罗的政治背书有望助力其选举竞争力大幅提升。特朗普政府以巴西前右翼总统博索纳罗相关案件为由对巴西加征关税，导致巴西左右翼矛盾愈演愈烈。若右翼重掌联邦政府，巴西可能重回“去工业化”策略，改变以多边主义与“全球南方”身份认同为主线的外交战略。哥伦比亚现任左翼总统佩特罗因安全政策遭到美国和右翼的猛烈批评。主要右翼候选人乌里韦在竞选集会上不幸遇袭身亡，但10月法院推翻前右翼总统乌里韦的贿赂与欺诈判决并改判无罪。左右翼政府在选举中的成败更加难以预测。

二、国际金融回顾与展望

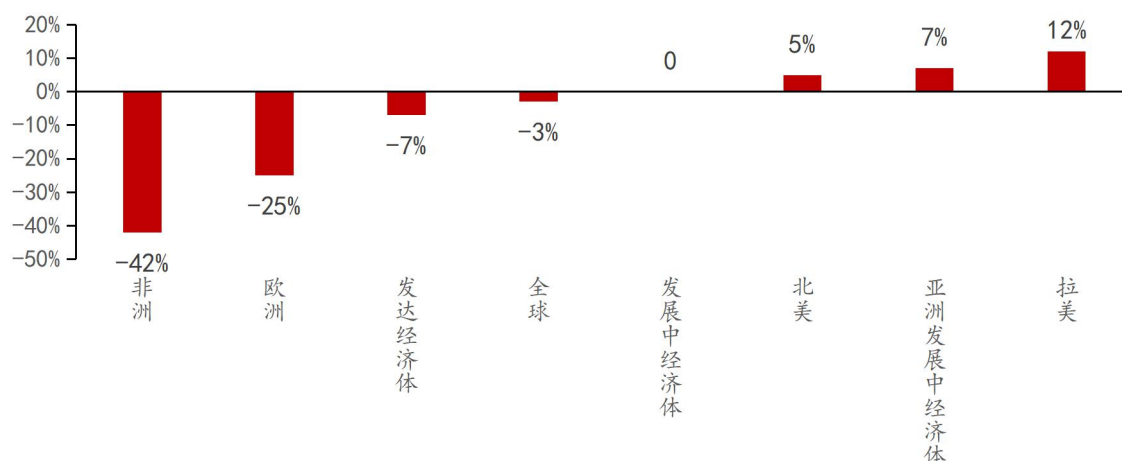
（一）跨境资本流动

1.全球直接投资：2025 年表现低迷，2026 年延续弱复苏

2025 年 10 月，联合国贸发会议发布的《全球投资趋势监测报告》显示，2025 年上半年全球跨境直接投资下降 3%，延续两年来的萎缩状态。分区域看，发达经济体 FDI 流入规模同比下降 7%（不包含欧洲管道经济体），主要受欧洲地区同比下滑 25%拖累。其中，比利时、西班牙、葡萄牙和挪威的 FDI 流入量大幅减少；受益于数笔重大收购⁷，德国和法国 FDI 流入规模较 2024 年有所回升。北美市场吸引 FDI 规模同比上升 5%。美国绿地投资项目公告总额达 2370 亿美元，已与 2024 年全年总额持平。流向发展中经济体 FDI 规模整体保持稳定，但区域分化明显。美国大幅削减对外援助、对最不发达国家加征“对等关税”导致流入非洲 FDI 规模大幅下降 42%。流入亚洲发展中国家、拉美地区的 FDI 分别增长 7%、12%。分行业看，基础设施和制造业投资规模下降，数字和人工智能领域表现亮眼。美国加征关税给发展中经济体制造业吸引 FDI 带来显著冲击，发展中经济体制造业绿地投资项目规模下降 36%。孟加拉国、印度、巴西和南非等遭受美国大幅提高关税国家的制造业绿地投资项目数量下降 21%。服务业绿地投资额增长 17%，主要得益于发达经济体信息通信技术，特别是数据中心和电子产品（主要是半导体）领域投资的强劲增长，上述行业绿地投资额增幅达 72%。2025 年三季度以来，美国关税政策冲击强度有所减弱、金融环境趋于缓和、并购活动及主权财富基金海外投资增加，推动全球 FDI 小幅反弹。

⁷ 如丹麦 DSV A/S 公司以 150 亿美元收购德国长途货运服务提供商 Schenker AG 公司，阿联酋 MGX 基金管理公司以 434.4 亿美元在法国建设数据中心。

图 11：2025 年上半年全球跨境直接投资增速



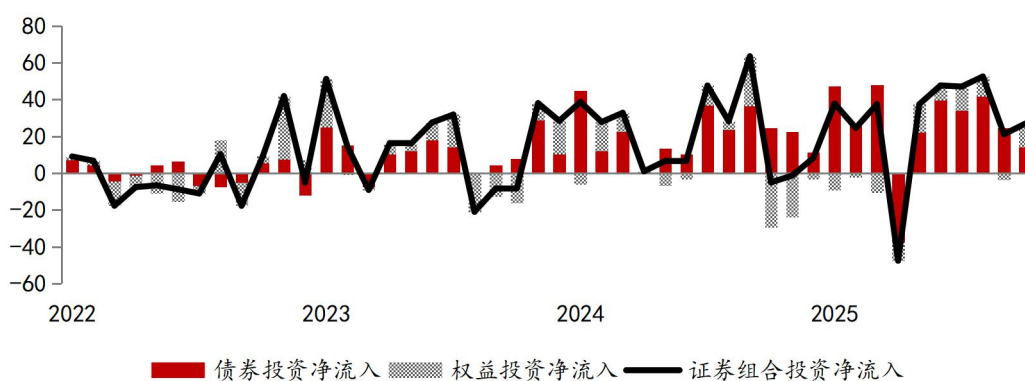
资料来源：联合国贸发会议

展望 2026 年，全球直接投资将延续弱复苏趋势，区域配置调整加快。第一，中国企业加大对外投资将成为全球 FDI 增长重要驱动力。中国在“十五五”规划建议中提出“拓展双向投资合作空间”，作为全球第三大对外投资主体，中国企业投资将有效带动全球 FDI 活动增长。2025 年前 9 个月，中国全行业对外直接投资规模同比增长 3.6%，金额达 1289.3 亿美元。其中，对共建“一带一路”国家非金融类直接投资同比增长 23.7%。第二，美国吸引产业回流以及“贸易换投资”政策，一定程度上促使部分经济体加大对美国投资。10 月 28 日，美国和日本共同宣布，双方正式推动日本对美国 5500 亿美元的投资承诺落地。11 月 14 日，韩国和美国正式签署总额达 3500 亿美元的韩国对美投资协议。第三，美国加征关税政策显著降低部分发展中经济体的成本优势，跨国企业将重新寻找“成本洼地”。纺织服装、能源矿产等低附加值产业和生产环节转移的可能性较大。地缘政治关系及关税成本变化是影响 2026 年全球直接投资格局调整的关键因素。欧盟、北美、东盟等区域内 FDI 将增加，部分最不发达经济体的 FDI 流入将进一步收缩。

2. 证券组合投资：官方与私人部门投资表现分化，新兴市场证券组合投资回暖

随着美欧主要央行政策利率下行，跨境证券组合投资规模总体呈现扩张态势。从流向来看，国际资金流向美国市场经历放缓、流出、大幅回流到再放缓的过程。根据美国财政部统计，2025年前7个月美国国际资本净流入7882.31亿美元，同比增加141.7%。其中，私人部门和官方部门流向出现分化。私人部门成为美国证券投资主要驱动力量，约占国际资金净流入的88.6%。官方部门资金净流入规模变动较大，在6月短期转为流入后再次转为流出，前7个月投资相对份额从上年同期的45.7%降至11.4%。欧元区资本流出压力显著缓解，2025年前8个月证券组合投资净流入395.8亿欧元，但不同成员国资金流动表现分化。英国证券投资表现亮眼，2025年资金净流入可能出现倍数增长。日本证券组合投资剧烈波动，IMF估计全年资金净流入226亿美元。新兴市场证券组合资金流入回暖。国际金融协会（IIF）数据显示，2025年前10个月主要新兴市场证券组合投资净流入规模为2851亿美元，同比增长14.9%。其中，债券与权益投资净流入分别为2613亿美元和238亿美元，在证券组合投资净流入总额中占比分别为91.6%和8.4%。

图 12：主要新兴市场证券组合投资净流入（十亿美元）



资料来源：IIF

展望 2026 年，美国证券组合投资净流入可能收窄，国际资金流向新兴市场呈现集中化特征。随着美欧延续降息操作，主要货币利率中枢下移，全球证券组合投资总体呈现扩张态势。在宏观政策不确定性、风险资产高估值下，2026

年全球证券组合投资可能波动加剧，权益与债券投资偏好在不同国家和地区存在差异。发达经济体资金净流入总体减少。随着多元化资产配置需求上升，国际资本流入美国步伐可能放缓。IMF 预测，2026 年美国证券组合投资净额为 6399 亿美元，同比萎缩 33.8%。美元资产再配置并非匀速推进，私人部门与官方部门投资策略将继续分化。欧元区内资金流动表现分化，德国、法国、西班牙等成员国将延续投资净流出局面，意大利证券投资净流入规模有望增长。英国证券组合投资维持净流入，预计规模与 2025 年持平。日本继续摆脱资本外流压力，IMF 预计 2026 年证券组合投资净额为 205 亿美元。受国际资金回流驱动，新兴市场与发展中经济体证券组合投资净流出规模将显著收窄，IMF 预计对外投资净额将从 2025 年的 2056 亿美元减少至 1553 亿美元。随着国际资金流入，亚洲、中东地区证券投资净流出规模将相对减少，拉美、欧洲、撒哈拉以南非洲等新兴市场将呈现净流入局面。在面临外部政策不确定性背景下，新兴市场跨境资本流动仍面临脆弱性，主动与被动管理策略可能分化。国际资金投资新兴市场可能呈现集中化特征，流动性、信用质量、汇率稳定性等将成为重要参考因素。

专栏 4：美联储召开支付创新会议，探讨技术驱动浪潮下的支付革命

2025 年 10 月 21 日，美联储举行支付创新会议，邀请来自商业银行、数字资产和人工智能等相关领域的嘉宾，就“传统金融与数字资产生态系统的融合发展”、“人工智能在支付领域的应用”以及“代币化产品”等主题展开圆桌讨论，美联储理事沃勒发表题为“拥抱支付领域的新技术与新参与者”的演讲。

沃勒指出举办本次会议有两个目标。第一，聚焦去中心化金融和加密货币领域的新兴技术，推动传统支付巨头与去中心化领域的新兴力量之间就支付问题展开深入讨论。第二，传递一个重要信息，美联储在支付领域已迎来一个新时代，去中心化金融行业不再受到怀疑和忽视。在全球进入技术驱动的支付变革时代，美联储打算积极参与这场变革。

沃勒介绍了美联储在本次支付变革浪潮中所作出的努力。美联储正探索设立“支付账户”（Payment Account），该账户旨在为目前主要通过第三方银行开展支付服务的机构提供基本的联邦储备支付服务。许多从事支付活动的公司可能并不需要主账户（Master Account）的所有功能，也不需要获得联邦储备银行的全套金融服务，就能成功地为客户

提供创新性服务。根据这些公司的需求，美联储将量身定制这些新账户的服务，并简化账户审核流程。

沃勒介绍了对支付账户的构想。具体而言，在有效控制美联储和支付系统面临风险的前提下，支付账户将为相关机构提供对美联储支付渠道的访问权限。各储备银行不会为支付账户余额支付利息，并且可能会设定余额上限，以控制账户规模并降低对美联储资产负债表的影响。同时，支付账户不具备透支权限，如果余额为零，付款将被拒绝。此外，支付账户将不具备贴现窗口借款条件，也无法访问储备银行无法控制透支风险的所有美联储支付服务。

在“传统金融与数字资产生态系统的融合发展”圆桌讨论中，嘉宾强调当前面临的主要障碍不再是技术，而是互操作性（Interoperability）和责任清晰度（Liability Clarity）。来自传统金融体系和去中心化金融领域的嘉宾一致认为，新型支付规模化的关键在于明确受监管实体的责任。嘉宾认为，银行有望成为创新的强大催化剂，然而，由于缺乏明确的链上风险监管规则以及系统老旧，当前银行在本次支付变革中所发挥的作用显得比较有限。未来，两类生态的融合要求政策制定者关注阻碍链上活动的陈旧规则，如在分布式账本技术出现之前制定的回购清算要求等。

后两场圆桌论坛探讨了人工智能与代币化资产之间强大的协同效应。在“人工智能在支付领域的应用”圆桌论坛中，嘉宾重点探讨了智能商务，即人工智能模型不再局限于数据分析，而是主动为用户执行自主金融决策。嘉宾一致认为，数字货币为人工智能驱动的交易提供了传统支付系统无法比拟的可编程性和成本效益。此外，人工智能技术可对支付系统中的欺诈进行监测，将有效缓解风险，有助于提高金融系统安全。

在“代币化产品”圆桌论坛中，嘉宾认为代币化是一种实现效率提升的重要机制，尤其是在清算和结算等领域，代币化有望增强流动性并扩大投资者参与范围。为了促进代币化的推广，必须满足三要素：一是监管规则清晰化，二是技术创新，三是与现有金融基础设施融合。

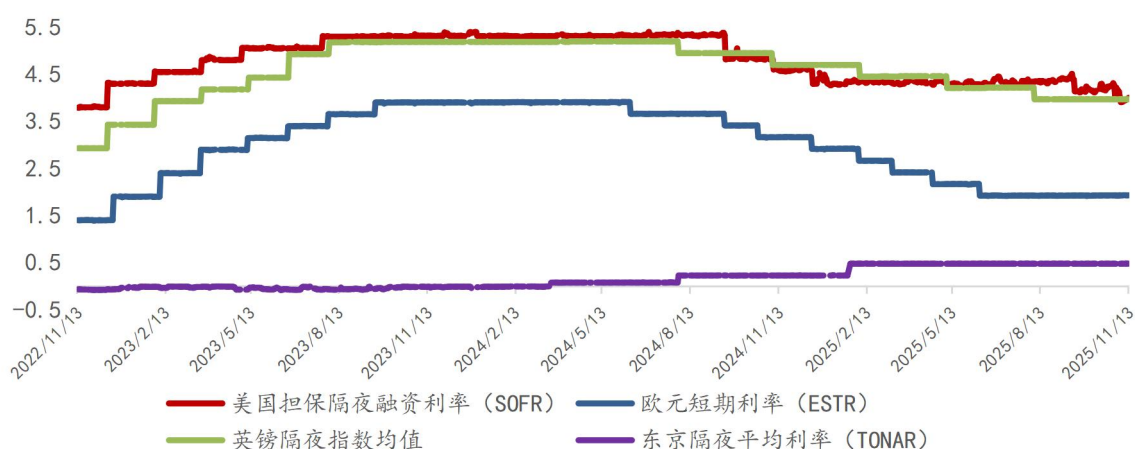
总体而言，本次支付创新会议表明，美国支付系统正处于由人工智能和分布式账本技术驱动的重大变革中。私营部门已展现出极大创新能力，美国监管部门正致力于创建一个清晰、全面且具有前瞻性的监管环境。其中，美联储有望进一步明确链上活动的监管规则，加快推动“支付账户”概念落地，营造更加公平的竞争环境。

（二）货币市场：国际货币市场维持紧平衡，美元流动性中短期面临结构性压力

2025年，美国等主要发达经济体处于降息周期，SOFR、欧元€STR、英镑SONIA等货币市场利率与政策利率呈现同步下降的走势。截至11月，日本央行在2025年年初加息一次后，暂缓加息步伐，日元TONA利率跟随日本政策

利率上行。截至 2025 年 11 月 13 日，美元 SOFR、欧元€STR、英镑 SONIA、日元 TONA 利率分别为 4.0%、1.93%、3.97%、0.47%，较 2023 年末分别下降 37 个基点、99 个基点、73 个基点以及上行 25 个基点。在美国政府发债和季末效应影响下，美元流动性二季度以来持续收紧，美元货币市场利率波动加剧，在此背景下，美国私人信贷和区域银行风险持续发酵并集中暴露，导致美国银行股大跌和市场避险情绪的升温。全球流动性整体呈现下降趋势，截至 2025 年 11 月 12 日当周，美元流动性整体下降约 0.56 万亿美元，代表美国商业银行和非银机构流动性的准备金和隔夜逆回购工具的使用规模分别下降 0.34 和 0.22 万亿美元。截至 2025 年 11 月 7 日当周，代表欧元流动性工具的欧央行存款便利的使用规模下降 0.39 万亿欧元。2025 年以来，日元套息交易净多头仓位增加，跨境资金受避险情绪驱动回流日本的趋势明显。

图 13:主要经济体货币市场利率走势 (%)



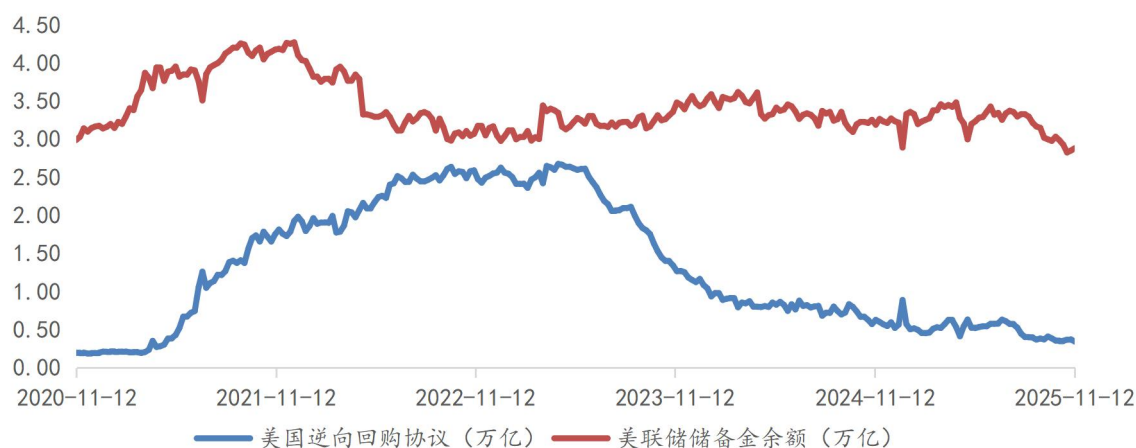
资料来源：Bloomberg

展望 2026 年，全球货币市场预计仍处于分化态势。主要经济体货币市场和跨境资金走势可能呈现以下特征。

1.美元流动性中短期面临结构性压力，美联储或重启国债购买，扩大美元供给。预计 2026 年，美联储仍存在一定降息空间。根据期货市场交易隐含利率

（2025 年 11 月 14 日），美元政策利率将于 2026 年末降至 3%附近，SOFR 将同步下降。尽管美联储按照计划停止缩表，但美元流动性中短期仍将承压。在美联储隔夜逆回购使用量萎缩，美联储准备金规模跌破 3 万亿水平之后，美元货币市场利率持续走高、波幅增加，美联储常备回购便利工具单日操作量一度创下半年来新高，均显示美元流动性较为紧张。预计美国债务上限问题解决后，美国财政部新增发债将大规模抽取美元流动性，美国部分中小金融机构或将面临局部风险点。若美元货币市场出现流动性事件，美联储不排除重新增持财政部新发国债以补充美元流动性，美元流动性可能由紧缩转向一定程度的宽松态势。

图 14：银行和非银机构美元流动性走势（美元）



资料来源：Wind

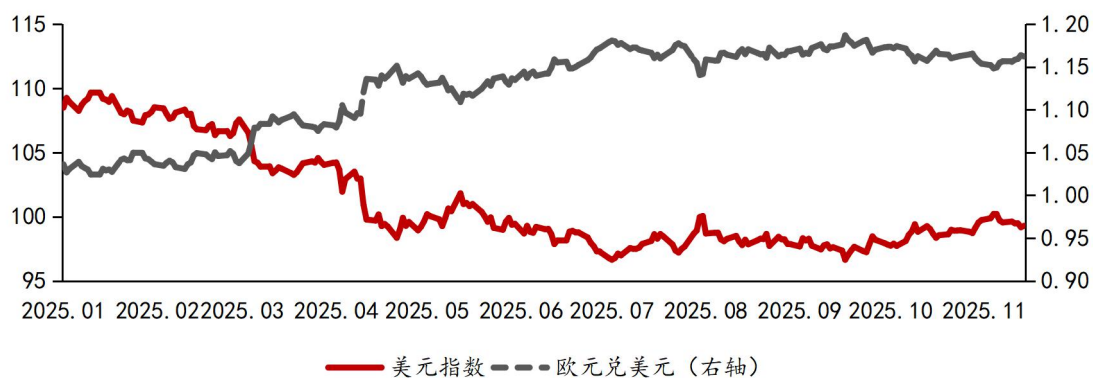
2.美欧货币政策利差或将收窄，美元面临跨境资金流出局面。欧央行处于降息周期的末期，美联储未来的降息幅度预计将大于欧央行，美欧间货币政策利差面临收窄，美元流出趋势或将加剧。此外，美欧在 2026 年或将继续加大财政刺激力度，回购市场（国债回购）大概率呈现现券供给充裕、资金相对紧张的局面。此外，超半数欧盟成员国突破了 60%的债务上限，叠加法国主权信用评级下调，欧洲地缘风险因素多发，欧债风险仍存，欧洲回购市场不排除一定时点出现“钱荒”的局面。

3.跨境资本流入日本的趋势增加，日本流动性供给面波动加剧。2026年，随着美元利率下降，美国资产吸引力减弱，预计以美元为融资货币投资新兴市场的套息交易将有所增加。预计日本央行将在2026年小幅加息，日元避险功能增强，日元套息交易相关的跨境资金流出趋势减弱，日元流动性双向波动加剧。

(三) 汇率市场：美元双向波动中枢下移，关注外汇市场结构性变化

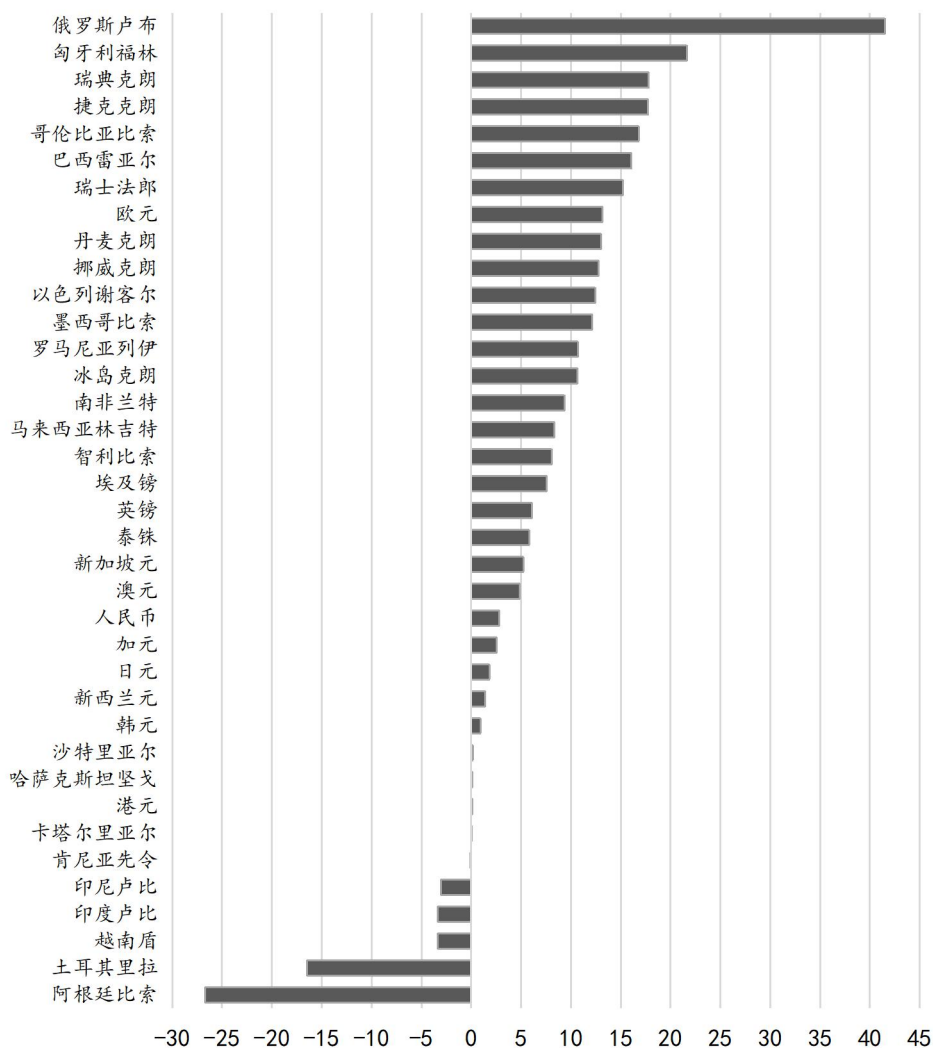
2025年，弱美元成为外汇市场关键词。受特朗普第二任期政策、“大而美法案”以及美联储降息节奏等因素影响，美元汇率经历冲高回落-低位横盘-小幅回升三个阶段，总体呈现疲弱态势。截至2025年11月14日，美元指数为99.3，较年初下跌8.5%。G10货币全线走强，避险货币表现尤其亮眼。瑞典克朗、瑞士法郎、欧元、丹麦克朗、挪威克朗、英镑、澳元、加元、日元、新西兰元分别兑美元汇率升值17.8%、15.2%、13.2%、13.0%、12.9%、6.1%、4.9%、2.6%、1.8%和1.4%。新兴市场货币汇率总体回升，东欧、拉美地区货币涨幅较大，俄罗斯卢布兑美元汇率升值达41.5%，巴西雷亚尔作为高息货币，兑美元汇率升值16.1%。然而，阿根廷比索、印度卢比等货币一度经历剧烈震荡，兑美元汇率依然面临压力。

图 15：美元指数与欧元兑美元汇率走势



资料来源：Wind

图 16：主要货币兑美元汇率较年初变动（%）



注：数据截至 2025 年 11 月 14 日

资料来源：Bloomberg

展望 2026 年，全球外汇市场主要呈现以下特征。

1.弱美元叙事主导外汇市场，日元汇率存在一定升值空间。随着美国经济趋势性疲软，美联储延续降息操作，以及美元资产再配置进程演进，美元指数将总体呈现走弱态势。特别是 2026 年美联储主席更迭，市场对美国货币政策鸽派与美欧货币政策分化预期升温，可能推动美元汇率中枢小幅下移。美欧财政政策分化程度、美国宏观政策调整不确定性、地缘政治风险事件等将扰动弱美

元叙事，或阶段性加大美元指数波动。欧洲内部政局与外部冲突交织，可能抑制欧元走强势头，欧元兑美元汇率涨幅将相对有限。尽管高市早苗政府偏好宽松货币政策，但面对通胀压力，日本央行保持谨慎立场，在加息预期下日美利差趋势性收窄，将对日元汇率上行形成支撑。

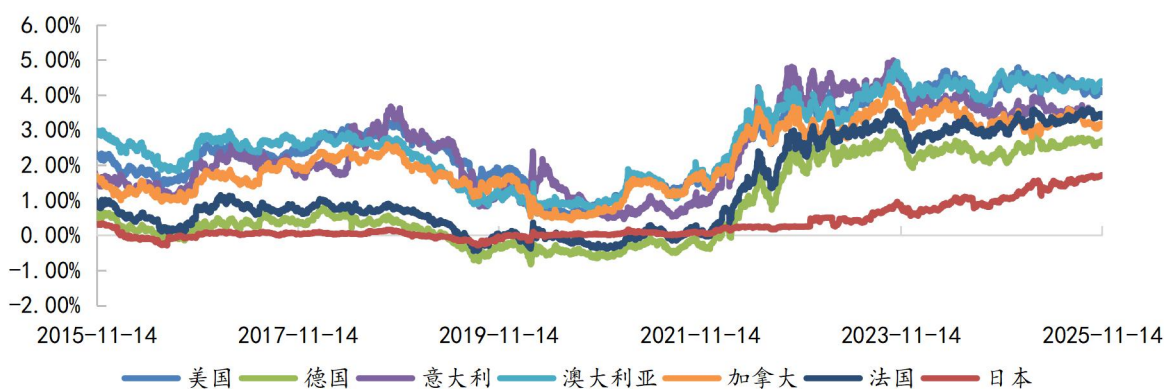
2.亚洲货币有望保持坚挺，东欧、拉美货币可能面临回调。在关税及政策不确定性冲击下，亚洲经济增长态势有所放缓，但总体保持韧性。尽管高关税冲击效应滞后显现，部分亚洲国家将采取宽松货币政策以利用汇率弹性抵御贸易冲击，与外部弱美元环境相互抵消，韩元、印尼卢比、泰铢等兑美元汇率有望小幅上行。欧洲新兴市场货币或将触顶回落，俄罗斯卢布、捷克克朗、匈牙利福林、波兰兹罗提兑美元汇率可能出现不同幅度贬值。拉美货币处于历史高位，可能面临回调风险。值得关注的是，阿根廷与美国签订高达 200 亿美元货币互换协议，一定程度缓解阿根廷前期因政局不明朗而引发的资产抛售恐慌，支撑比索汇率价格。当前，阿根廷比索信用违约掉期已回落至年初低位，市场情绪有所恢复，但米莱政府仍面临多重挑战，不排除后续市场情绪逆转与汇率再度下跌的可能性。

3.全球外汇套息交易规模增长，外汇市场结构性变化引关注。在主要货币利率下行、汇率市场低波动背景下，全球外汇套息交易规模大幅扩张。截至 2025 年 11 月 10 日，彭博涵盖八种新兴市场货币的累计外汇套息交易指数为 275.86，较年初上涨 12.7%，处于 2018 年以来历史高位。全球外汇市场结构性变化可能进一步放大脆弱性。特别是，非银行金融机构在全球外汇市场参与程度加深，其高杠杆、短期套利、高频率交易策略可能放大市场波动与交易对手方风险，引发避险连锁交易与跨市场溢出效应。IMF 实证研究显示，交叉货币基差扩大将引发避险情绪，导致主权债券收益率下降与股市价格下跌。当交叉货币基差扩大 1 个标准差，长期主权债券收益率下降约 25 个基点，短期收益率跌幅更为显著。

(四) 债券市场：美债收益率低位波动，欧债市场结构性分化延续

回顾 2025 年，除日本之外的主要发达经济体推行宽松货币政策。上半年主权债务风险、经贸领域次生波动扰动市场走势，美国劳动力市场压力渐显、通胀降温奠定收益率下行基调。4 月开始伴随“对等关税”推出到暂停执行，美债收益率经历多个大幅反转。三季度起美债回归基本面定价，美国劳动力市场转弱，美联储和市场均将关注重点从“物价稳定”转向“充分就业”，于 9、10 月连续两次降息，收益率曲线整体波动下行。一季度德国财政改革及外溢影响促使欧债收益率整体抬升，4 月“对等关税”引发避险买盘增大、5 月全球资金流入，共同压低收益率。10 月受政局动荡影响，法国国债收益率超越意大利，对欧元区金融稳定带来警示。日本央行连续六次按兵不动，长期收益率大幅上行且波动加剧，引发国际社会对资本回流、套息交易平仓及全球金融市场稳定的广泛担忧，长期依旧需寻找债务负担与经济增长之间的平衡。

图 17：部分主要发达经济体十年期国债收益率



资料来源：Wind

展望 2026 年，全球债券市场或呈现以下特征。

1.全球债务水平继续上升，美国债务长期扩张威胁美元的国际货币地位。根据国际金融协会（2025 年 9 月）发布的报告，截至 2025 年二季度末，全球债务规模已达 337.7 万亿美元，创历史新高，全球债务与 GDP 的比率超过 300%。

10月21日美国联邦政府债务总额首次突破38万亿美元，根据国际货币基金组织10月最新一期《财政监测报告》预测，美国联邦政府债务与GDP比率将在2030年达到143.4%，超越意大利和希腊。2024年至2030年美国政府的财政赤字预计将以每年超过GDP 7%的速度增长，在所有发达国家中高居榜首。长期来看，本届美国政府将政策重心转向国内，减税政策加剧市场对美债可持续性的担忧，并通过债券市场波动直接影响国际金融市场稳定，长期威胁美元的国际货币地位。

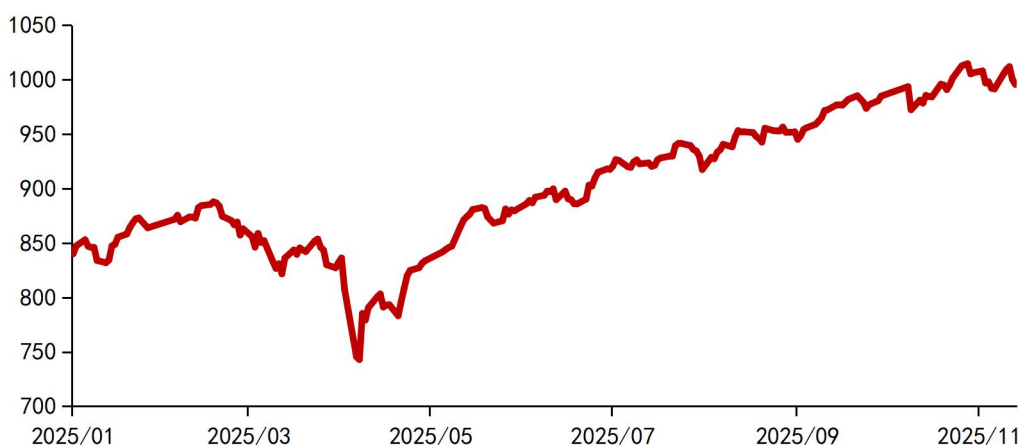
2.美联储两大政策目标再平衡，收益率有望保持区间波动。美国2025年9月CPI数据优于市场预期，彭博经济预测对2025年四季度美国CPI同比预测回落至3%附近。虽然在议息会议上，美联储将关注重点从“物价稳定”转向“充分就业”并连续两次降息，但美联储主席鲍威尔表示在平衡这两大目标的过程中，美联储政策制定没有绝对安全的路径。整体判断，未来美国通胀水平大幅回升的可能性有限，但也并不容易回到美联储目标区间，对连续大幅降息形成制约。受政府关门的影响，就业市场多项重要就业数据缺失，私营部门和调查数据显示“软着陆”特征正在延续，预计美债收益率有望保持区间波动。

3.法国政坛不稳定性犹存，法债“准核心资产”地位依旧面临挑战。多年来，法国财政问题持续恶化，尤其自新冠疫情以来，马克龙政府一直未能有效减少赤字，反而使其进一步扩大。2024年6月马克龙仓促解散议会并提前举行立法选举，但结果未能产生绝对多数，而形成了左翼、中间派、极右翼三足鼎立格局，各党派难以就实质问题达成一致，政治分裂和极化加剧，削弱了政府进行大规模财政整顿的能力。未来，法国政党体系或将延续“三极化”态势，内部的政局混乱，加上欧盟经济压力、防务自主困境，以及全球经济走势不确定性等外部变量，继续影响市场参与者对法国国债资产的信心。

（五）股票市场：全球股市维持上行通道，资产配置更趋多元化

2025年，全球股市在一季度经历短暂震荡后强势反弹，MSCI全球指数从年初的839.9上升至11月14日的995.4，涨幅高达18.5%。美国标普500与纳斯达克指数屡创新高，年内分别上涨14.5%和18.6%。日本日经225指数突破1989年泡沫顶点后继续攀升，年内涨幅达26.3%。全球主要央行进入降息通道与人工智能革命驱动企业投资增长，支撑全球股市表现，地缘冲突与大国博弈加剧全球股市震荡。从区域整体表现来看，新兴市场指数涨幅超过发达市场；从行业表现来看，电信业务及信息科技行业表现突出，年内涨幅超25%。

图 18：MSCI 全球指数走势



资料来源：Wind

展望 2026 年，全球股票市场主要呈现以下特征。

1. 美股维持高位震荡，新兴市场获得配置机会。2026 年全球股市整体可能维持上行通道，但投资更趋多元化。科技企业盈利短期内继续保持增长，美股仍将维持相对高位。但特朗普政府政策走向具有较大不确定性，“美国特殊论”的信心冲击将持续，叠加地缘风险溢价上升，美股估值扩张空间有限，纳斯达克指数市盈率已超 40 倍，或面临阶段性回调压力。新兴市场受益于美元走弱、外部融资环境改善及国内结构性改革推进，估值修复空间较大，未来可能成为

全球资本再平衡的重要方向。

表 6：全球主要股指概览

	证券简称	市盈率PE(倍)	区间涨跌幅 (%)	收盘点位
美国	道琼斯工业指数	31.3235	10.8	47147.5
	纳斯达克指数	41.0383	18.6	22900.6
	标普500	28.6717	14.5	6734.1
欧洲	英国富时100	20.5708	18.7	9698.4
	法国CAC40	18.5566	10.7	8170.1
	德国DAX	19.1389	19.9	23876.6
亚洲	日经225	21.0464	26.3	50376.5
	韩国综合指数	19.2700	67.2	4011.6
	印度NIFTY50	23.7633	9.6	25910.1
	恒生指数	12.0512	32.5	26572.5
	上证指数	16.6692	19.1	3990.5
	深证成指	30.5555	26.9	13216.0
其他	澳洲标普200	19.7524	5.8	8634.5
	巴西IBOVESPA指数	9.9943	31.1	157738.7

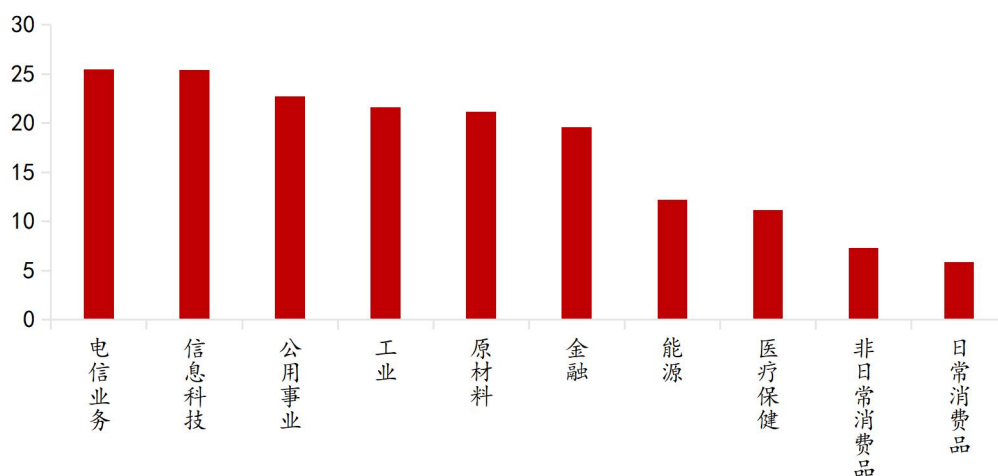
注：涨跌幅区间为 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 11 月 14 日，收盘价和市盈率为 2025 年 11 月 14 日

资料来源：Wind

2.工业和制造业板块值得关注，但需警惕政策落地与成本压力带来的风险。

科技创新、人工智能应用扩展仍是全球资金偏好的重点，工业和制造业板块预计受全球供应链重构、产业升级以及能源转型带来的设备投资周期影响，存在一定上行动能。美国、欧洲和日本推出制造业回流战略，也将带动相关企业盈利增长。尽管科技与工业板块前景广阔，但多重不确定性需密切关注。供应链重构的成本悖论可能削弱制造业回流的实际效果，地缘政治风险可能冲击半导体、能源等关键产业链，引发市场避险情绪波动。科技板块内部存在分化隐忧，部分 AI 概念股的估值已透支短期业绩预期，可能触发估值回调。市场关于科技股是否存在系统性估值泡沫的争论仍在持续，一旦投资者情绪转向或流动性收紧，高估值板块可能面临下行压力。对于工业领域，需警惕工程机械、矿山设备等周期性行业的产能过剩风险。

图 19：全球 MSCI 行业指数涨跌幅（%）



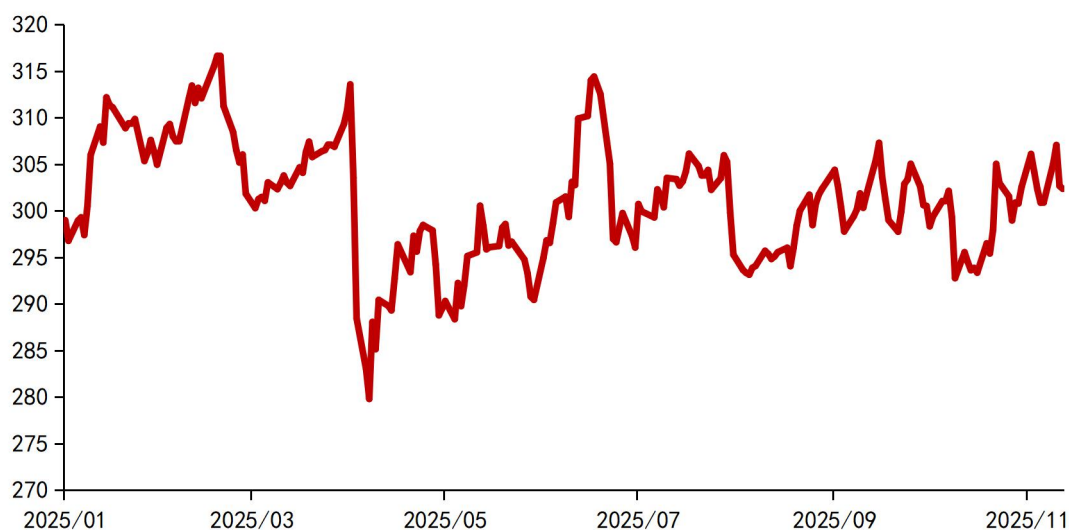
注：涨跌幅区间为 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 11 月 14 日

资料来源：Wind

（六）大宗商品市场：全球大宗商品震荡分化，整体价格中枢或有所下移

2025 年，全球大宗商品价格震荡加剧，走势分化。RJ/CRB 商品价格指数围绕 300 点上下波动。在主要品种中，贵金属与工业金属价格大幅上行，COMEX 黄金期货价格自年初约 2660.9 美元/盎司强势上涨，2025 年 10 月 20 日达到 4356.6 美元/盎司的年内高点，之后阶段性回调。截至 2025 年 11 月 14 日，COMEX 黄金期货价格年内涨幅达到 53.6%，处于历史相对高位。LME 3 个月铜期货价格由年初 8792 美元/吨，攀升至 11 月 14 日的 10850 美元/吨，年内累计上涨 23.4%。相比之下，国际原油价格中枢下移，布伦特原油期货结算价从年初的 75.93 美元/桶波动下行至 11 月 14 日的 64.39 美元/桶，降幅为 15.2%；同期，WTI 原油从 73.13 美元/桶降至 60.09 美元/桶，降幅为 17.8%。

图 20: RJ/CRB 商品价格指数

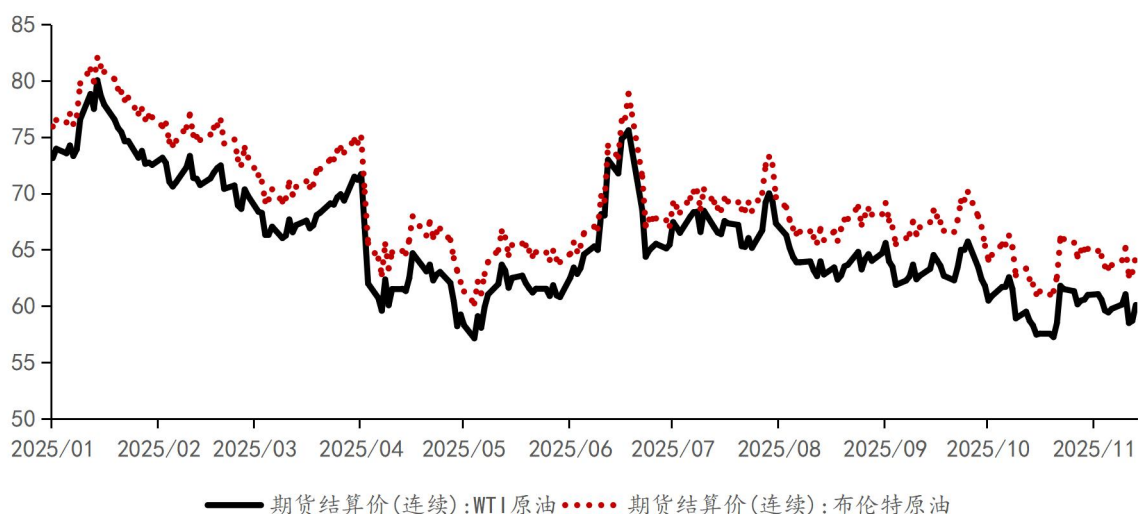


资料来源: Wind

展望 2026 年，全球大宗商品市场主要呈现以下特征。

1.全球大宗商品价格中枢下移，原油市场供需失衡加剧。全球大宗商品价格正经历由疫情复苏与俄乌冲突推动的上行周期向全球经济增长乏力、供应过剩与需求萎缩的下行周期转换。根据世界银行发布的《大宗商品市场展望》报告，预计 2026 年全球大宗商品价格将跌至 2020 年以来最低水平。能源革命改写国际原油需求曲线，中国电动汽车普及率超预期，发达经济体能源转型，降低国际原油需求。国际原油市场面临供需两端的压力叠加，预计 2026 年油价延续偏弱震荡运行。

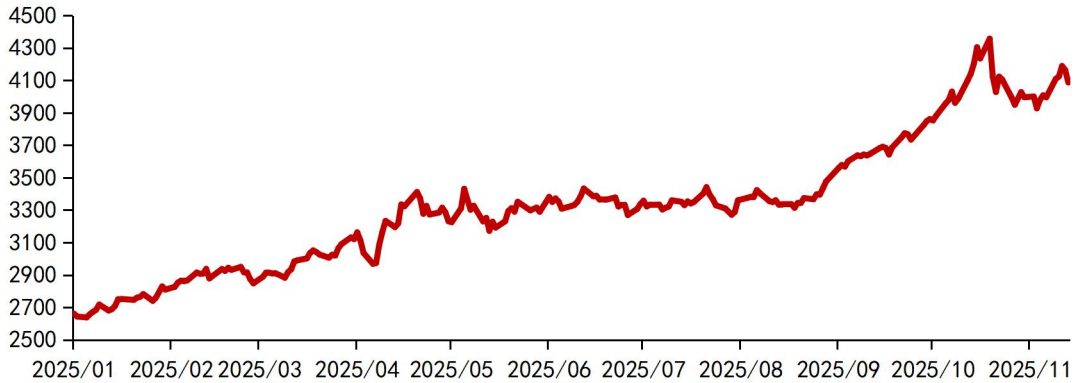
图 21：原油期货结算价格走势（美元/桶）



资料来源：Wind

2.黄金价格底层支撑因素仍存，但需警惕价格高位震荡。全球央行持续购金、美联储政策转向以及地缘政治风险叠加，共同构筑了黄金价格的上升动力，但黄金价格屡创历史新高，技术面超买与投机资金获利了结可能加剧短期回调压力。未来全球央行增持黄金趋势或将延续。根据世界黄金协会数据，2025年前三季度全球购金量达 634 吨，虽较 2024 年同期（724 吨）略有放缓，但三季度央行的购买量仍保持在 220 吨的高位，比上一季度增长 28%。新兴市场黄金储备占比相对较低，未来仍具有较大的增持空间。从投资角度来看，虽然黄金 ETF 流入强劲且资产管理规模持续攀升，但总持仓仍低于历史高点。

图 22: COMEX 黄金期货收盘价 (美元/盎司)



资料来源: Wind

3.全球铜矿供给短缺，铜价仍存在一定上行空间。需求方面，全球推进碳中和目标，在新能源与电气化浪潮中，铜的重要性正在被重新定义。电动汽车、可再生能源发电及配套电网升级改造将持续拉动铜消费。同时，人工智能数据中心建设和国防工业对铜的需求提供了新的增长点。供给方面，全球铜矿新增供应进入瓶颈期，印尼、刚果和智利的矿山生产中断引发市场对供应短缺的担忧，铜矿增量落后于冶炼和消费的增速，成为 2026 年铜价上行的主要驱动力。

图 23: LME 3 个月铜期货官方价 (美元/吨)



资料来源: Wind

三、专题研究

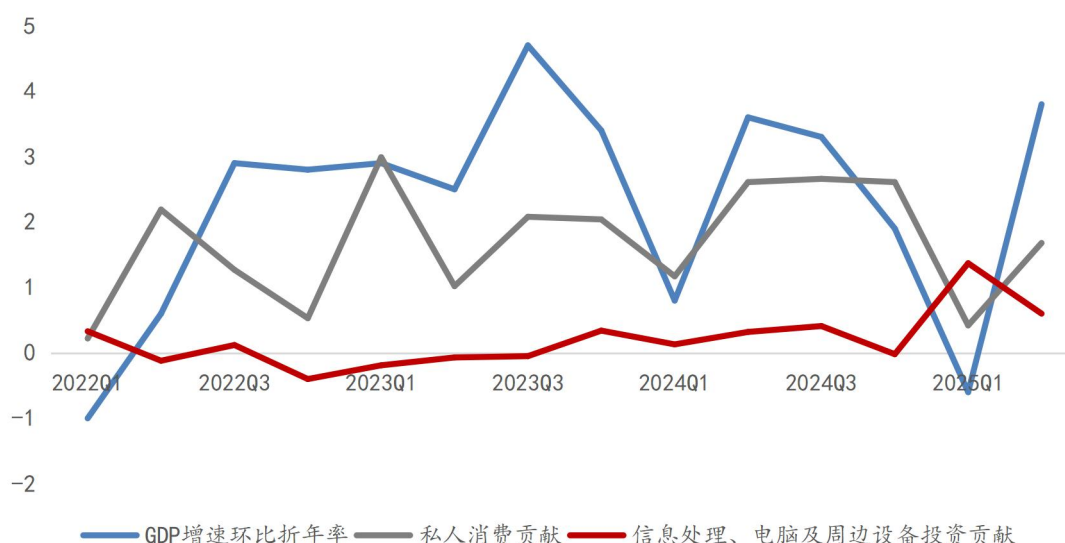
专题一：人工智能对美国经济的拉动作用及潜在风险

近年来，人工智能（AI）正在成为影响美国经济运行表现的核心要素之一。与 AI 相关的投资活动对 2025 年美国经济增长形成重要支撑，市场被 AI 引发的“生产力革命”叙事所支配，AI 科技股估值快速攀升成为美国股票市场上涨的主因。与此同时，外界对于当前美国 AI 热潮的质疑也在逐步升温，AI 投资快速扩张的可持续性以及金融市场估值过高等潜在风险不容忽视。

（一）人工智能成为支撑当前美国经济增长和金融市场表现的关键因素

美国经济增长表现高度依赖与人工智能相关的经济活动。在人工智能热潮驱动下，美国科技巨头相关设备投资迎来大幅扩张。2025 年上半年，由 AI 相关设备投资驱动的投资活动对美国实际 GDP 增长形成有效支撑，一、二季度信息处理、电脑及周边设备投资对当季 GDP 环比折年率贡献率分别为 1.37 和 0.6 个百分点，其中一季度贡献率超过了私人消费对美国经济的贡献。数据服务商 Haver 数据显示，2025 年上半年美国 AI 和互联网领域投资较上年同期增长 14.6%，而不包括 AI 和互联网的其他投资规模同期仅增长 2.8%。哈佛大学经济学家 Jason Furman 测算指出，如果剔除信息处理设备和软件这一类别的投资，估测 2025 年上半年美国实际 GDP 增速仅有 0.1%。从微观视角看，标准普尔数据显示，2023 年以来谷歌、亚马逊、Meta、微软、甲骨文和特斯拉六家 AI 超大规模企业的资本支出占美国 GDP 份额从 0.5% 左右升至 1.2%。根据美国主要科技公司公布的最新财报数据，2025 年三季度，微软、谷歌、Meta、苹果和亚马逊资本开支规模共计 1275 亿美元，其中 AI 基础设施、云计算、智能算法等是投资的重要领域。

图 24：私人消费和 AI 相关设备投资对美国实际 GDP 增速贡献变化（%）



资料来源：美国圣路易斯联储

展望 2026 年，AI 领域投资仍将对美国经济增长带来显著贡献。彭博数据显示，2026 年美国 AI 超大规模企业资本开支增速预计为 30%，继续保持较快增长水平。2025 年 9 月，反映美国非住宅建筑支出领先指标（领先 9 至 12 个月）的道奇动能指数同比增长 60%，其中机构项目（主要是医疗和公共设施项目）和商业项目（主要是数据中心和零售项目）同比增速分别为 75%和 53%，这意味着当前美国大量新增的数据中心规划项目将在 2026 年落地施工，助力当期投资扩张。

AI 热潮成为推动美国股市上涨的“核心叙事”。近年来，美国股市三大股指屡创历史新高，此轮美股上涨潮主要由市场对 AI 的持续乐观情绪所推动。2023 年至今，美国头部科技公司对美国股市上涨贡献巨大，其中苹果、微软、谷歌、特斯拉、英伟达、亚马逊以及 Meta 七大科技巨头（Magnificent Seven，简称 Mag7）涨幅接近 400%，总市值超 20 万亿美元，同期标普 500 指数涨幅约 70%。根据 EPFR 数据，2023 年以来全球超 5000 亿美元资金净流入信息技术行业，占增量资金比重超过 36%，做多科技巨头成为最拥挤的交易赛道。

（二）人工智能浪潮可能引发的经济金融动荡风险正在加剧

一是超大规模投资能否较快产生经济回报、实现行业生态可持续扩张，存在较大不确定性。从经济收益角度看，根据《麻省理工科技评论》统计，过去两年微软、Meta、特斯拉、亚马逊、谷歌在 AI 基础设施上投资了约 5600 亿美元，而这些投资带来的 AI 相关收入总计约 350 亿美元，投入产出比接近 16:1。根据上述五家公司最新发布的 2025 年第三季度财报，其每季度 AI 领域相关收入仅在十亿美元量级，与超千亿的季度资本开支规模形成鲜明反差。作为 AI 应用领域的领军企业，2025 年 OpenAI 签订各类计算和基础设施协议总价值已超过 1 万亿美元，而其当前的年化收入仅为 130 亿美元、估值约 5000 亿美元；OpenAI 当前活跃用户达到 8 亿，但是订阅用户仅占 5%，商业前景存在较大不确定性。从现实应用角度看，麦肯锡调查显示，近八成的企业对生成式 AI 进行了不同程度的部署，但八成企业表示 AI 应用没有对企业盈利带来显著影响。麻省理工学院对已采用生成式 AI 工具的企业进行调查，相关企业通过投入资源、培训员工、调整流程，将 AI 工具嵌入到企业经营中，其中 95% 企业反馈 AI 尚未转化为可衡量的生产力提升或收入增长。总体而言，美国 AI 领域高额投资的可持续性和商业回报问题面临较大现实挑战。

二是需要警惕人工智能叙事支撑下的金融资产泡沫化风险。近期市场关于“AI 泡沫论”的担忧正在不断升温。IMF 总裁近期公开表示，随着人工智能相关金融资产估值的高位攀升，须对随之而来的风险保持高度警惕。7 月英国央行发布的金融稳定半年评估报告提出，美国前五大科技企业——苹果、微软、谷歌、亚马逊与英伟达——合计市值已占到标普 500 指数约 30% 的份额，为 50 年来最高水平。在经历两年大幅上涨后，目前美股估值处在历史高位，标普 500 的前瞻市盈率已升至约 22 至 23 倍，高于长期平均水平约 17 倍，且上涨动能高度集中于少数几家科技公司，这将加剧金融市场在面对盈利不佳、市场波动等不利信息时的脆弱性。10 月美林基金经理调查信息显示，认为 AI 股票处于泡

沫中的被调查对象占比已经达到 54%，较 7 月增长 17 个百分点。随着投资者对于 AI 投资热潮担忧加剧，部分科技公司的信用违约掉期（CDS）⁸产品交易热度和价格大幅上升。截至 11 月中旬，甲骨文公司五年期 CDS 利差突破 105 个基点，较上年同期上升超过 60 个基点，谷歌、亚马逊和微软的 CDS 利差也分别达到 38、38 和 34 个基点的高位水平。

三是人工智能企业之间的交叉循环投资布局埋下系统性风险隐患。当前美国 AI 产业链上下游之间的资金循环关联越发紧密，上游芯片制造、中游模型开发与下游算力设施企业三方之间密集交叉投资与订单绑定模式，形成了资金流与业务流的双链闭环。例如，2025 年 9 月英伟达与 OpenAI 宣布 1000 亿美元投资协议，OpenAI 又确认与甲骨文达成 3000 亿美元的美国数据中心建设协议，甲骨文为建设相关数据中心而采购大量英伟达芯片，资金再度流回英伟达，在三方之间形成闭环。这种模式下资金主要在相关企业间循环流动，企业可能通过“投资换订单”制造增长假象，推升资本市场估值，同时掩盖真实需求不足问题，实质上属于财务“循环融资”，从而形成系统性风险传染。2000 年前后的互联网泡沫时期，由北电、朗讯和思科等电信设备制造商主导的循环投资模式，极大地放大了市场泡沫破裂后的经济和市值损失规模。在此背景下，当前 AI 领域的超大规模循环投资活动，可能使金融市场泡沫化风险和潜在损失水平大幅加剧。

专题二：全球场外外汇市场与利率衍生品市场格局新特征

2025 年 9 月 30 日，国际清算银行（BIS）发布了三年一度的《外汇市场与利率衍生品市场调查报告》⁹。此次调查是自 1986 年启动以来的第十四次全面评估。该调查报告提供了关于场外外汇市场和利率衍生品市场在规模、结构及

⁸ 市场机构通过购买信用违约掉期产品，可以为其持有的相关科技企业债券头寸形成风险对冲，规避企业违约风险。

⁹ 本系列调查每三年进行一次，统计口径一般为调查当年 4 月全球场外（OTC）外汇与利率市场的日均交易数据。本次调查展示 2025 年 4 月的场外日均交易数据结果。文中涉及比较分析，如无特别说明，均为 2025 年 4 月日均数据与 2022 年 4 月日均数据对比。

交易对手构成方面的权威且全面的基准数据。

（一）全球场外外汇市场的结构演变与核心特征

全球场外外汇交易量在 2025 年创下新高，货币格局呈现分化加剧态势。本次调查数据显示，2025 年 4 月全球场外外汇市场日均交易量达到 9.6 万亿美元，较 2022 年同期增长 28%。市场交易活动的增加，主要与全球通胀环境、主要经济体货币政策分化以及地缘政治风险相关。在场外外汇交易的货币构成方面，美元占比从 88.4% 升至 89.2%，地位得到巩固。主要非美货币的地位出现分化。欧元的交易份额延续了下滑趋势，从 30.6% 降至 28.9%。英镑的交易份额从 12.9% 显著下降至 10.2%。日元份额保持基本平稳，为 16.8%。人民币的全球交易份额从 7.0% 升至 8.5%，位列全球第五位。

全球场外外汇交易地理格局保持集中，亚洲市场相对权重有所提升。本次调查结果显示，英国和美国依然占据全球前两大外汇交易中心的位置，但相较 2022 年 4 月合计份额从 57.5% 降至 56.4%。与此同时，亚太三大主要外汇交易中心（新加坡、中国香港、日本）的合计份额从 21.0% 升至 22.3%。数据显示，全球排名前四的外汇市场（英国、美国、新加坡和中国香港）合计占场外外汇交易总额的 75%。其中，新加坡的市场份额增长显著，从 9.5% 大幅提升至 11.8%，延续了长期增长趋势。中国香港的市场份额保持平稳，约为 7.0%。日本的市场份额则从 4.4% 下降至 3.5%。在欧洲，德国的份额增长明显，从 1.9% 增至 3.1%。中国内地的市场份额从 1.6% 增至 1.9%，在全球排名第十位。从人民币场外外汇交易的地理分布来看，中国香港强化了全球第一大人民币交易中心的地位，份额提升至 29.7%。同时，人民币交易的增长呈现出向欧美市场拓展的趋势。

全球场外外汇交易的产品结构发生变化，即期与远期交易成为交易量增长的主要驱动力。调查结果显示，2025 年 4 月全球场外外汇即期交易的日均交易额达 3.0 万亿美元，较 2022 年同期增长 42%，占全部产品总交易额的 30.8%，

市场占比显著回升。远期交易的日均交易量为 1.8 万亿美元，市场占比从 15.5% 升至 19.2%。外汇掉期日均交易量增长至 4.0 万亿美元，虽然仍是交易量最大的工具，但交易量占比从 50.9% 下降至 41.5%。在外汇掉期产品中，期限在 7 天及以下的短期交易占比为 68.0%，反映了其作为流动性管理核心工具的角色。此外，期权及其他产品的交易量占比从 4.1% 增长至 6.6%。人民币外汇交易的产品结构相对稳定，远期交易份额从 12.4% 降至 10.6%，而掉期和即期交易的份额则小幅上升。

市场交易对手方结构出现调整，货币对交易则继续围绕美元展开。在交易对手¹⁰方面，由投资基金、对冲基金等构成的“其他金融机构”的交易量占全球总量的比例从 2022 年 4 月的 47.5% 上升至 2025 年 4 月的 49.8%，日均交易额达 4.8 万亿美元。交易商间的交易占比则从 46.8% 降至 45.6%。“其他金融机构”的交易占比超过交易商间交易，标志着外汇市场生态向更多元的买方驱动模式演进。在货币对交易方面，美元的中心地位稳固，全球交易量最大的 10 个货币对均涉及美元。美元/欧元（USD/EUR）货币对仍是全球交易量最大的货币对，但份额从 22.7% 降至 21.2%。美元/日元（USD/JPY）货币对保持第二，份额从 13.5% 升至 14.3%。美元/人民币（USD/CNY）货币对的交易量排名从第四位升至第三位，市场份额从 6.6% 升至 8.1%。同期，美元/英镑（USD/GBP）货币对的份额从 9.5% 降至 7.6%，排名降至第四位。

（二）全球场外利率衍生品市场的结构演变与核心特征

2025 年 4 月，全球场外利率衍生品市场日均交易额达到 7.9 万亿美元，较 2022 年 4 月增长 59%。

在交易货币方面，欧元超越美元成为场外利率衍生品市场第一大计价货币。

¹⁰ 交易对手的分类定义如下。“申报交易商”是指作为本次三年期调查申报方参与的金融机构，主要是大型商业银行、投资银行和证券公司。“其他金融机构”是指未被归类为“申报交易商”的金融机构，主要涵盖较小型或区域性的商业银行、未作为申报交易商参与的证券公司或投资银行，以及共同基金、养老基金、对冲基金、货币基金、货币市场基金、租赁公司、保险公司、企业集团的其他金融子公司和中央银行。“非金融客户”指不属于申报交易商或其他金融机构的任何交易对手，主要指非金融终端用户，如公司和非金融政府实体，也可能包括直接与申报交易商交易的个人投资者。

美元计价合约在全球场外利率衍生品市场交易量中的占比从2022年4月的46%下降至2025年4月的31%，欧元计价的合约占比达到38%，超过美元。但在流动性更高、标准化程度更强的交易所市场中，2025年美元计价的利率衍生品合约占比达65%，仍占据主导地位。此外，全球跨境融资、大宗商品定价仍以美元利率为基准，欧元占比上升更多是“欧元区本土利率对冲需求释放”的结果，而非全球定价权的结构性转移。

2025年4月，英镑场外利率衍生品日均交易量占全球交易量的12%，日元占5.2%，超越澳元（4.7%）和加元（1.2%），成为场外利率衍生品市场第四大交易货币。2025年4月，英镑和日元的场外利率衍生品交易量分别比2022年4月增长179%和684%，贡献了全球场外利率衍生品交易量增长的三分之一。2025年4月，人民币场外利率衍生品日均交易额较2022年4月增长100%，场外利率衍生品日均交易量达到590亿美元，占全球的0.75%。

在交易工具方面，利率互换依然是场外利率衍生品市场最主要的交易工具。场外利率衍生品市场的主要交易工具包括利率互换、远期利率协议和期权及其他产品三类，其中利率互换又包括隔夜指数互换和其他互换两种。2025年4月，利率互换在场外利率衍生品市场交易中占比89%，其中隔夜指数互换占65%，其他互换占24%。这主要得益于欧元、英镑和日元场外利率衍生品计价合约的大幅增长，尤其隔夜指数互换在2025年4月特朗普“对等关税”引发的利率高波动中，成为机构对冲短期利率风险的首选工具。此外，2025年4月，远期利率协议在场外利率衍生品市场交易中占比8%，主要受欧元计价合约增长推动。2025年4月，期权及其他产品场外利率衍生品交易额为2450亿美元，占全球场外利率衍生品交易额的3%。

在地理分布方面，场外利率衍生品交易市场持续高度集中于英国和美国。2025年4月，英国和美国场外利率衍生品合计交易量占整体的73%。随着欧元计价场外利率衍生品合约交易量激增，英国在场外利率衍生品总交易量中的占

比从 2022 年 4 月的 43% 攀升至 2025 年 4 月的 50%，而美国的占比从 2022 年 4 月的 31% 降至 2025 年 4 月 24%。2025 年 4 月，欧元区各国报告的场外利率衍生品交易额相对于 2022 年 4 月增长 95%，达到 1.2 万亿美元，在全球场外利率衍生品总交易额中的占比从 2022 年 4 月的 11% 升至 2025 年 4 月的 14%。2025 年 4 月，在欧元区内，德国场外利率衍生品总交易额占全球场外利率衍生品总交易额的 7.5%，位居榜首，法国紧随其后，占 3.7%。

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