

全球经济展望

瑞银全球首席经济及策略研究主管Arend KAPTEYN

摘要

全球经济基本面正在改善：过去几年飙升的通胀和利率正在回落，全球实际收入增速达到近 20 年来最高水平，随着利率下降，房价开始走高，信贷增长停止放缓。也有迹象表明，全球贸易开始复苏，可能的原因在于——商品消费在疫情期间占主导，疫情后服务消费需求的释放进程已经基本结束。尽管全球失业率有所增加，但劳动力市场仍然偏紧，职位空缺与失业人口比率总体上回到了 2019 年的水平左右。

尽管如此，我们仍然预测全球增长从 2024 年的约 3.3% 放缓至 2025 年的 3%，2026 年进一步放缓至 2.7%。主要原因系美国和中国的增长趋势正在放缓。在美国，财政刺激的效果正在消退。美国经济增长的内生水平在 2%，而非 3%，但近年来财政政策贡献了 1 个百分点的超额增速。与此同时，有迹象表明居民消费支出或愈加受限。美国收入排名后 80% 的群体收入情况下降了 2-3 个标准差。目前的问题在于，收入前 20% 的群体还能在多长时间內抵消后 80% 群体收入下降的影响。

在中国，房地产行业是经济疲软的核心来源。我们预测房地产市场或于明年年中完全企稳，房地产活动可能拖累其 2025 年经济增长 1.5-2 个百分点。政府已经推出大力度刺激措施。但要化解低线城市的库存过剩，我们希望看到刺激政策加码，并且地方政府的融资利率需要低于租金率。

影响全球经济前景的另一大变量是美国关税。我们对中国经济的预测已经反映关税影响，但我们对其他地区的预测尚未反映。我们正在等待美国完

成其《美国优先贸易政策评估》（4月1日之前），之后关税问题上的可见度可能更高。迄今为止，美国正式宣布或威胁的关税（覆盖接近8000亿美元进口商品）比2018-2019年加征关税的进口规模高出7-8倍。不过，美国政府加征关税的公告中存在重复之处（例如，行业关税是否需要添加到国家关税中？或者它们是否构成国家总关税的一部分？），并且一些重要性据说较高的关税提案似乎与本届美国政府的目标不一致。例如，根据我们的估算，对等关税意味着美国的加权平均进口关税增加不到2个百分点，并且带来的关税收入非常少。我们猜测这是白宫的目的所在。

关税是截至目前经济前景面临的重大风险。如果美国加征关税的公告之中仅有一半最终执行，我们也很可能需要下调全球增长预测。

相比之下，经济前景面临的重大上行风险之一为欧洲。面对美国减少对乌克兰军事援助，欧盟立刻采取行动。欧盟有望为防务支出解除相关财政规则限制，为大幅提升铺平道路，短期内增幅或只有0.3个百分点左右（防务支出占GDP百分比），但最终欧洲可能会将该占比提升高达1个百分点。此外，德国正在修改宪法，设立一支规模相当于GDP 11.5%的投资基金，覆盖未来十年。此举有可能在短期内大幅提升德国的经济增长，并对欧洲其他地区产生积极的溢出效应。但是主要影响2026年及之后。对今年前景影响更为显著的变量为关税。

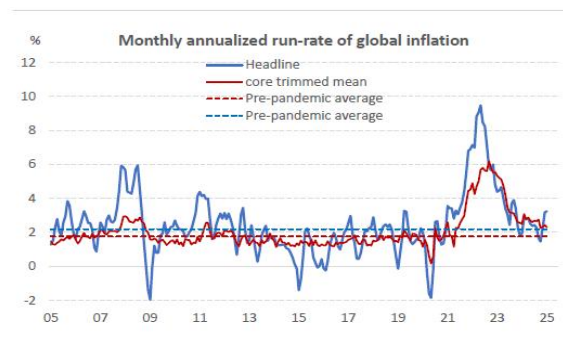
此外，如果乌克兰和平协议达成，重建需求预计超过5,000亿欧元。目前资金筹集方式尚不明确（可能通过共同发债实现），但根据资金投放速度的不同，这可能带来显著的额外经济刺激。其余潜在利好因素包括能源价格下降（前提是国际社会认为最终签署的和平协议具有持久性和可执行性）和信心增强。这些因素约占我们预计和平协议所能带来的经济增长提振效应的

一半。

除美联储之外的其他央行可能仍采取支持性的货币政策，我们预计货币宽松将继续。全球工资增长仍在放缓，能源和商品价格上涨已经正常化，核心通胀率与疫情前的“常态水平”仅相差约 60 个基点（当前增速水平需得到维持，全年通胀数据才会对此充分反映）。换言之，全球经济总体上仍处于去通胀状态，经济增长一定程度上仍处于趋势水平之下，因此需要持续推行宽松政策。关税令前景更趋复杂，但对大多数国家来说，关税对增长的拖累远超过对通胀的抑制作用，尤其是在反制措施保持克制的情况下。美联储面临的局面更为复杂，他们的预测需要纳入种类繁多的新增关税的影响。我们的基准预测是，美联储在 2025 年下半年降息两次，但剩余的降息动作需要后置——等到 2026/2027 年关税影响消退后。

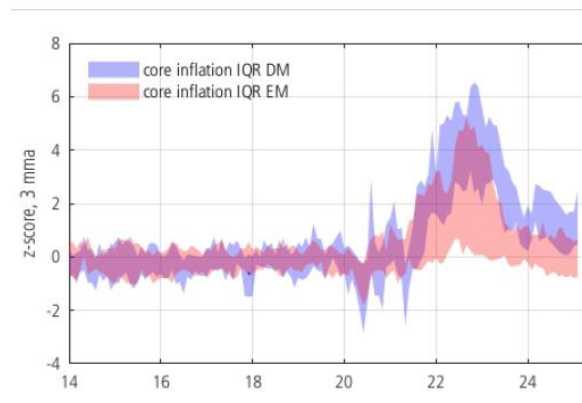
一、全球经济的基本面有所改善

通胀以及各国央行抗通胀的同步紧缩周期正在回落，二者是过去几年影响最大的两大宏观冲击。全球核心通胀的月度同比增长目前处于疫情前水平的 5 个基点以内（年化同比增长 2.3%，而新冠疫情前平均水平为 1.7%，峰值为 6.2%），如果该增速能够持续，整体通胀同比增速也会逐渐向央行目标收敛。



图表 1：全球月度通胀率（年化）几乎已回到疫情前水平

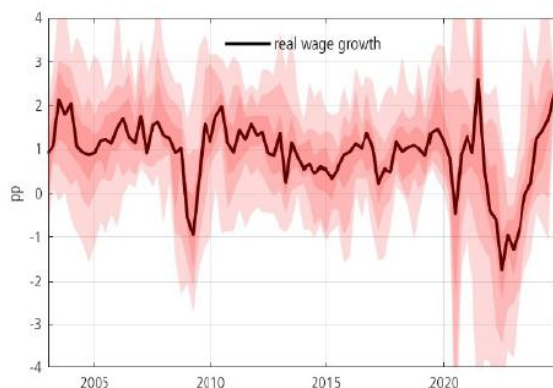
来源：瑞银，Haver



图表 2：新兴市场回归正常的速度快于发达市场

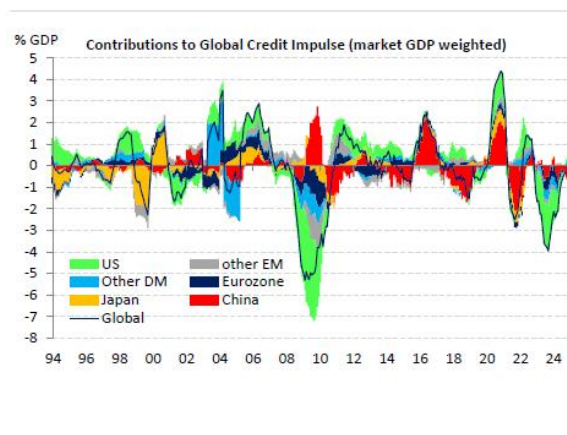
来源：瑞银，Haver [注：图表显示了新兴市场和发达市场通胀率的四分位距，并根据各自的历史数据进行了标准化处理。紫色部分表示新兴市场和发达市场的重叠区域。]

反过来，通胀率的下降又提高了实际收入，目前（全球范围内）实际收入增长正处于 20 年来的最高水平。消费能力的改善普遍尚未带动消费增长强劲回升，但正在迅速回补此前的购买力累计损耗。



图表 3：全球实际收入增长接近 20 年高位

来源：瑞银，Haver [注：红色阴影显示实际工资增长的全球分布，黑色线条为中位数]

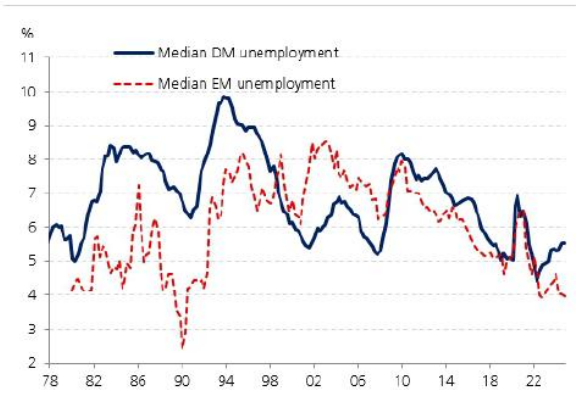


图表 4：全球信贷脉冲在去年稳步改善

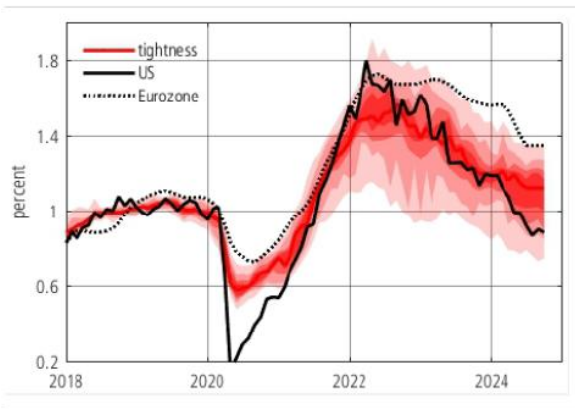
来源：瑞银，Haver

全球信贷脉冲——本质上指新增贷款的速率变化——表明央行紧缩政策对实体经济的传导大部分已经完成。信贷脉冲已经回升至正值区域，这意味着全球信贷增长已停止放缓。就新增信贷占 GDP 比重来看，近 12 个月全球

经济该比重较之前 12 个月下降 4 个百分点，但此后信贷量没有进一步减少。至于欧元区和 GDP，信贷脉冲（占 GDP 的 6-7%）波动幅度更大。信贷增长尚未加速，部分原因是发达市场央行的宽松政策大部分出台时间相对较短，但信贷对增长的拖累效应正在消散。



图表 5：发达市场失业率略有上升，但新兴市场失业率仍接近低位
来源：瑞银，Haver



图表 6：全球职位空缺与失业人口比率恢复到 2019 年水平
来源：瑞银，Haver [图表显示了全球各国职位空缺/失业比率的密度图（“紧张程度”）]

其他看起来有利的因素是房价和劳动力市场。过去几年，全球各央行同时进行的货币紧缩政策对房价造成了沉重打击，但现在房价开始走高。这至

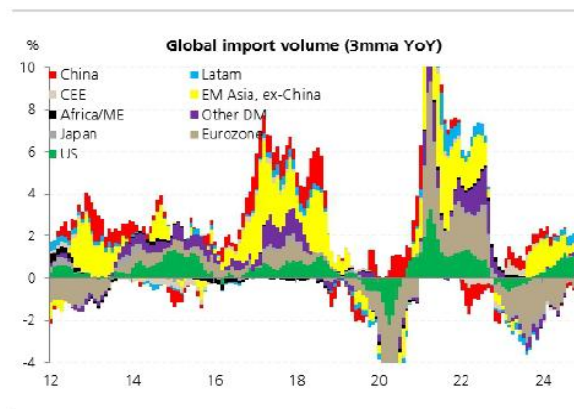
关重要：例如，在欧洲，过去几年消费者信心下降的一半可以归因于房产价值的缩水。随着房产价值重建，居民更有可能增加消费支出。劳动力市场仍接近充分就业（即健康水平），过去 18 个月左右出现的趋向松弛主要是为了消除严重的劳动力短缺。各国央行当然担心失业率上行幅度过大，但劳动力参与率增长正在放缓，劳动力供应的减少应该会让失业率趋于稳定（除非出现进一步的冲击，我们将在下文进一步讨论）。

最后，也许是反常的是，面对来自美国的关税风险，全球贸易量刚刚开始恢复，几乎恢复到疫情前的水平。大概自 2022 年年中以来，贸易和生产一直是拖累全球增长的主要因素。这一疲软部分反映了（i）新冠疫情后全球消费中商品占比下降、服务占比提升，以及（ii）全球需求疲软。在发达市场，需求疲软可以归因于通胀冲击导致实际可支配收入损失，而在新兴市场中，中国房地产下行驱动的经济放缓为主要原因。



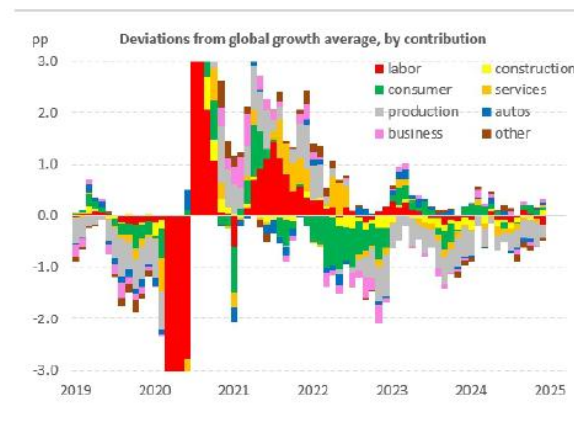
图表 7：全球贸易量增速已恢复至疫情前水平

来源：瑞银，Haver，CPB



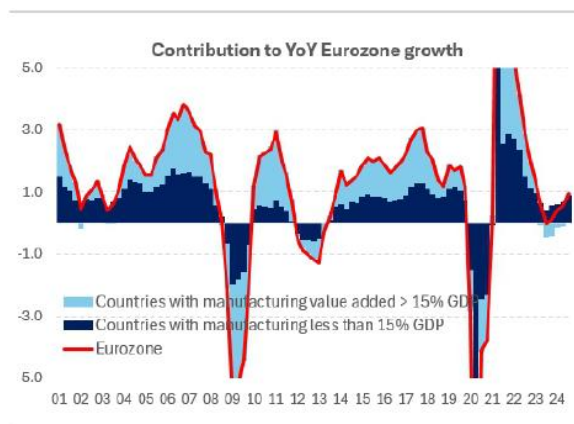
图表 8：全球进口需求增长主要来自于美国和亚洲（中国除外）
来源：瑞银，Haver，CPB

我们在图表 9 中分解了我们的全球经济增长实时预测（nowcast），以展示贸易/生产疲软对全球增长的影响程度，该实时预测跟踪了占全球 GDP 80% 的国家的 350 个数据系列。该图中展示的是各项指标对 GDP 的贡献程度对比长期平均水平，因此数字处于 x 轴下方意味着该数据组（data bucket）的贡献度低于正常水平。可以看到，全球大多数数据实际上与长期平均值相差不远，但生产数据组（还囊括贸易、制造业 PMI 等）对全球增长的贡献度平均较长期均值低 0.5 个百分点。目前生产似乎正在逐步恢复。



图表 9：全球经济增长实时预测的各类数据贡献——与长期平均水平的偏差（按数据类别划分）

来源：瑞银，Haver

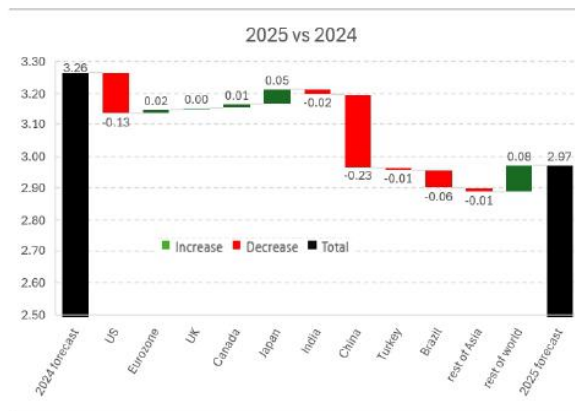


图表 10：欧洲经济增长（按制造业占比高和低的国家拆分）
来源：瑞银，Haver

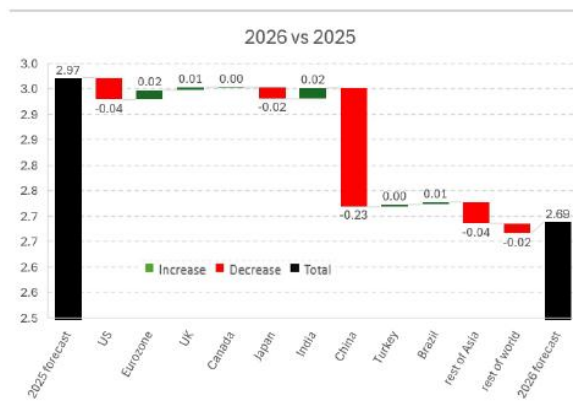
图表 10 则提供了另一种视角，我们将欧元区的增长贡献来源划分为制造业增加值份额高于 15% 和低于 15% 的国家。制造业较为受限的经济体，受全球贸易的影响较小，其增长基本上与其长期平均水平一致。但那些拥有大规模制造业的经济体总体上在过去 6 个季度出现负增长，在欧元区经济增速较新冠疫情之前 10 年增速的下降中，足足一整个百分点来源于此。传统制造业强国德国增长疲软很大程度上也是源于此。

二、我们预测全球增长将放缓

尽管我们在上一节列举了基本面的种种改善，但我们预测今年全球经济增长将放缓（从 3.3% 降至 3%），并在 2026 年进一步放缓至 2.7%。原因何在？主要是因为美国和中国的经济放缓。我们对 2025/2026 年各经济体对全球增长贡献的预测见图表 11 和图表 12。



图表 11：美国和中国是导致我们今年全球增长预测放缓的主要因素
来源：瑞银，Haver

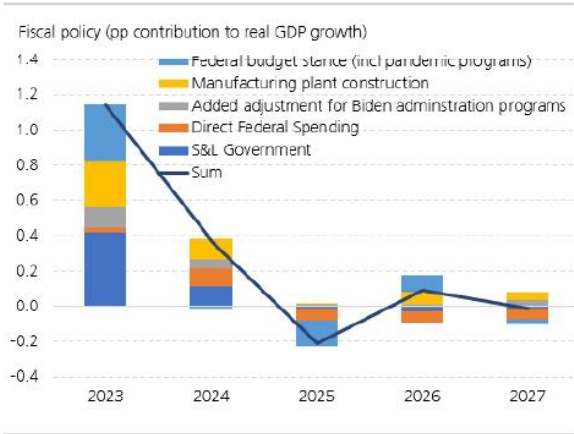


图表 12：明年主要是中国（导致放缓），但这是在假设高关税的情景下
来源：瑞银，Haver

我们认为，美国经济增长的内生水平在 2%，而非 3%。以第四季度同比数据来看，美国 2023 年增长 3.2%，2024 年放缓至 2.5%，我们预计 2025 年放缓至 1.7%。原因有二：（i）财政政策对经济增长的支持效应逐渐减弱，以及（ii）低收入消费者群体的困境加剧。下面的图表 13 显示了财政刺激对增长的贡献程度（2023 年为 1 个百分点，2024 年为 0.5 个百分点），基本上相当于美国经济增长率超出潜在增长率的部分（我们认为约为 1.8%）。

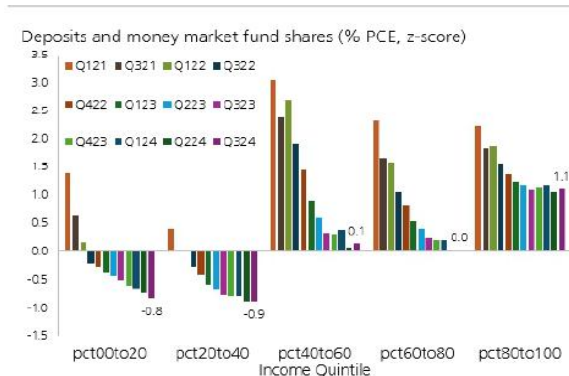
然而，这一支持效应正在减弱。今年大多数时间，美国仍将受到前次债

务上限延长协议中商定的预算上限的约束。相较于现状，美国众议院目前正在辩论的划一法案（**reconciliation bill**，也是特朗普支持的法案）的财政政策基调似乎偏收缩。该法案目标是削减 2 万亿美元的支出，如果未能实现，减税覆盖范围将从 4.5 万亿美元降至 4 万亿美元。如此，推动 2017 年《减税与就业法案》期限延长就没有充足的空间，也会阻止特朗普总统竞选时提出的一些额外减税措施获得通过。但是，并非没有解决方案。例如，国会可以将会计规则从“现行法律”改为“现行政策”（这将减少在 10 年预算窗口期内寻求资金的需要），但众议院提案所传递出的信息是，共和党内部不太支持实施比目前力度更大的扩张性财政政策（我们预计今年美国联邦政府一般财政赤字率为 6.9%）。共和党在众议院的多数席位优势相当小（众议院有 218 名共和党议员、215 名民主党议员和 2 个空缺），因此，2026-27 年美国财政政策立场更接近中性的可能性更高。



图表 13：美国财政收入对经济增长的贡献急剧放缓

来源：瑞银，Haver



图表 14：按收入群体划分的美国家庭流动性演变情况

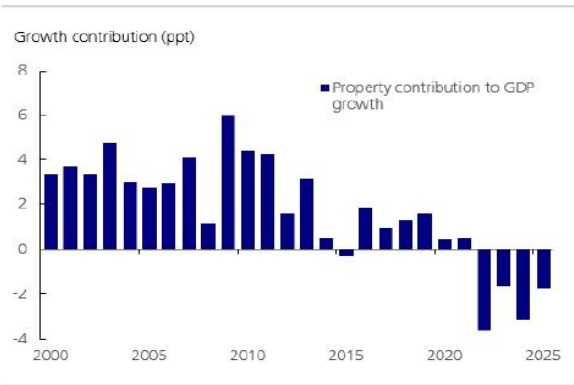
来源：瑞银，Haver，美联储

消费是应该会导致美国经济增长进一步放缓的另一因素。图表 14 将美国人口按收入水平分为五大群体：收入排名后 20% 的群体在左侧，前 20% 的群体在右侧。每个条形代表一个不同的时间点。该图表显示，过去三四年中，几乎每个群体的流动性都出现了大约 2-3 个标准差的下降。这很大程度上对应了超额储蓄的下滑（接近 2 万亿美元），但也反映了美国储蓄率低于趋势水平，以及美国消费者支出超过收入水平（至少相对于长期平均水平而言）。流动性已经消耗至临界点，导致拖欠指标（例如车贷、信用卡）出现恶化，但这些流动性限制尚未在整体支出数据中显现。背后的原因反映在图表的右侧。收入排名前 20% 的群体仍保有极强的流动性。他们拥有 80% 的金融资产，只要市场持续上涨，他们便能支撑美国消费支出的绝大部分（我们认为前 20% 群体可能贡献了美国消费增长的一半以上）。尽管如此，假设收入排名靠前的群体消费支出稳定（收入并不受限），而靠后的群体支出越来越受限，那么总支出就会出现一定程度的下降。

我们将在下一节中讨论现任美国政府的政策如何影响该结果，上文介绍的是基本背景。

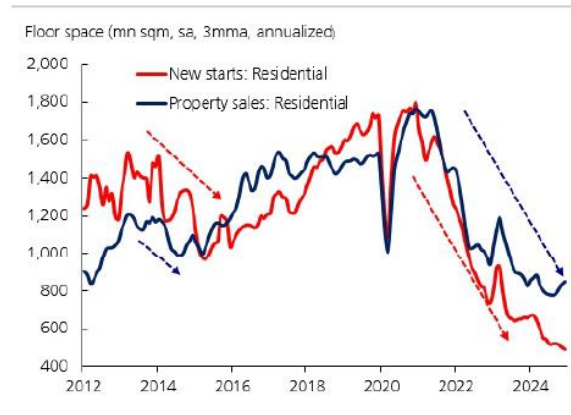
我们再来谈谈中国。我们预测中国 GDP 增长将从 2024 年的 5%放缓。经济放缓有两大原因：房地产和美国加征关税。首先，针对房地产，我们估算房地产投资/销售/活动疲弱（房地产行业广义来看占经济的约 20%）仍将拖累 2025 年 GDP 增长 1.7 个百分点（2024 年 3.2 个百分点）。我们预计房地产行业 2026 年年中企稳，但从全年来看，其仍然会拖累 2026 年增长 0.5-1 个百分点。

我们的判断是，房地产价格尚未企稳，实现这一目标需要化解商品房库存过剩这一不确定性，尤其是在低线城市。我们认为，存量房去库存需要的资金量超出目前已经推出的水平，但也需要地方政府的融资成本低于租金收益率，进而激励存量商品房收购。目前，中国离这一目标已愈来愈近，但仍有一定距离。一旦价格企稳，我们预计需求会恢复，之后，房地产建筑经历一定滞后期也会复苏。我们假设，中国房地产行业稳态在建面积约为 8 亿平方米。目前水平远低于此。但我们的预测存在潜在的上行风险——一定程度上取决于政府会进一步出台多大力度的刺激政策。我们假设中国增广财政赤字率扩张 2%左右（占 GDP 比重），我们认为两会政府工作报告的定调与此一致。但我们不排除在外部出现新逆风背景下，需要进一步刺激。



图表 15：房地产行业对中国经济增长的贡献

来源：瑞银，Haver



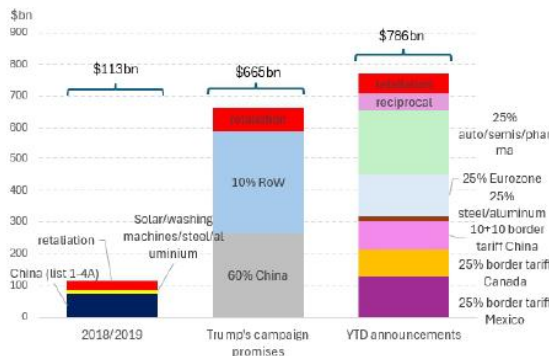
图表 16：中国在建建筑面积 vs 新开工建筑面积

来源：瑞银，Haver，CEIC

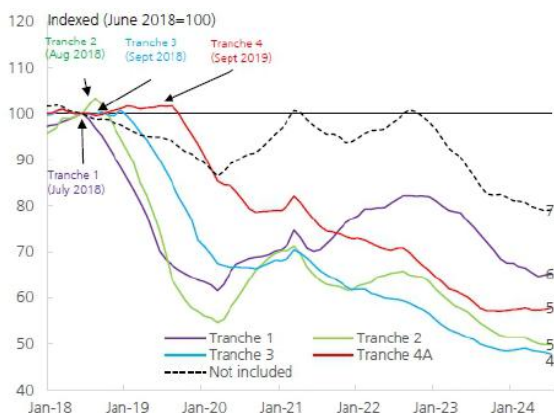
另一大逆风是美国可能对自华进口商品加征关税。我们的基准预测是美国对中国征收 60% 的关税，原因很简单，加征 60% 的关税是特朗普竞选时许下的诺言。我们承认，未来几周和几个月，这一关税比率可能需要调整。针对中国，美国已经分两步加征了 20% 的关税（10%+10%），但美国还需在 4 月 1 日之前完成“美国优先贸易政策审查”。考虑到这一切都有可能改变，我们估算美国加征 60% 的关税会拖累中国 2025/26 年 GDP 增长高达 150 个基点，即便中国出台刺激措施。我们对中国及全球增长预测面临的上行风险之一是，美国对华加征关税程度低于我们目前预测中假设的水平。

三、我们的展望所面临的风险

虽然对中国的关税下降可能成为上行风险，但对许多其他国家征收关税却会构成下行风险。美国政府迄今所提出的关税规模至少已达 7,860 亿美元，远高于 2018/2019 年的实施规模（1,130 亿美元）。由于一些提案似乎存在重复（例如，若已经对某国加征整体关税，针对汽车或钢铁/铝的关税是否需要叠加？抑或已被包含在整体关税税率中？），因此图表 17 中可能存在一些重复计算。但这些现有提案已经意味着美国将大幅增加贸易限制。



图表 17：对美国所有关税提案的一些分析：规模远超 2018/2019 年
来源：瑞银，Haver



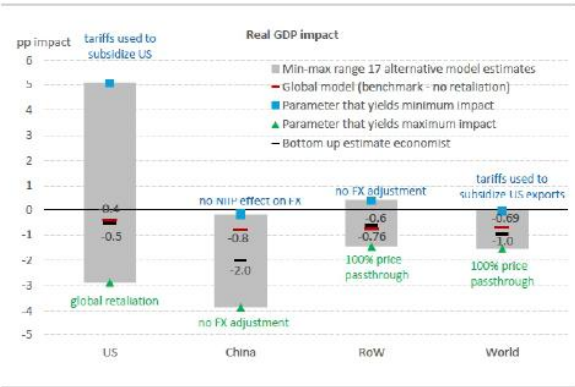
图表 18：2018/2019 年的关税对中国对美出口影响重大
来源：瑞银，Haver

显然，并非所有关税都有等同效果，预测关税影响也需设定多重假设，包括货币波动程度、企业利润对加征关税的吸收能力、报复措施、价格弹性等。我们认为最具破坏性的将是全球统一关税，尤其在无豁免的情景下，因为这会令寻求其他商品进行替代的能力受阻。我们的模型表明，若这种全球关税为 10%，则全球经济增速降幅可能多达 1 个百分点，并导致美国通胀增加多达 100 个基点。对美国而言，此类关税为滞胀性：增速下降，通胀上升。作为比较，我们还对向墨西哥和加拿大征收 25%关税进行建模——我们看

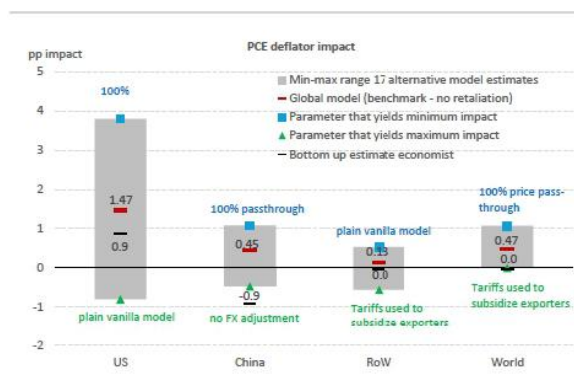
到这些关税对美国增长的影响将是通胀影响的 4 倍。该结果主要假设墨西哥比索和加元大幅贬值——这会对美国出口造成显著影响。

对于世界多数地区而言，特别在各国不采取报复的情况下，增长影响将远大于通胀影响：由于报复缺位，货币贬值程度成为唯一的通胀脉冲，尽管这可通过增长疲软抑或从可能面临更大货币压力的其他国家获得更为廉价进口的途径来抵消。需重复的一点是：关税只有在提高的情况下才会引发通胀。

由于参数存在不确定性，我们倾向采用“最小-最大”结果区间来表示各种关税提案的潜在影响。例如，下面两张图表为我们对中国被征 60%关税和世界其他地区被征 10%关税所产生的综合影响的估算。美国经济增长的部分预测结果看似正向，原因在于关税会导致进口大幅萎缩，而从国民账户角度来看，进口减少会推高 GDP 增速。这掩盖了关税造成的实际损害：在我们的基准模型中，美国国内需求的降幅是实际 GDP 降幅的 3 倍。若全球采取全面对标的报复性关税，则美国 GDP 所受冲击将扩大 6 倍。因此，对美国而言，从实际 GDP 的角度来评估关税影响并不全面，我们更应关注内需和企业利润所受影响（显然为负面影响）。



图表 19：10%全球关税和对中国征收 60%关税对经济增长的影响
来源：瑞银，Haver



图表 20：10%全球关税和对中国征收 60%关税对通胀的影响
来源：瑞银，Haver

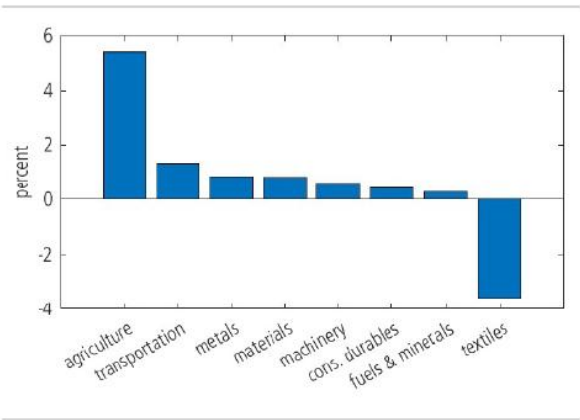
美国最终征收多少关税或在下月变得更加明朗。我们只讨论拟议的互惠关税，政府一直将其视作全球关税的潜在替代方案加以推动。“互惠”听起来很简单：美国向其他贸易伙伴收取与美国被征相同的关税，互惠这一概念已嵌入多边贸易协定的谈判方式中（“如果你降低关税，那我的也会降低。”）。但在产品这一层面上，这种互惠通常并不适用。美国有 12,500 个关税项目和约 200 个贸易伙伴。理论上，这意味着美国将不得不对多达 250 万个关税项目进行审查并可能予以调整。

有趣的是，这种互惠关税虽然较为复杂，但对美国加权平均关税率的影响可能很小，原因在于这些关税差异通常很小（按贸易加权）。一国一般不需要进口其所擅长出口的物品。因此，提高非进口商品的关税实际上不会显著提高对整体贸易的限制水平。

另需说明的一点是，这些计算所用的国际贸易数据库充斥着错误。例如，如果缺少关税数据，数据库通常会假设适用最惠国关税，但这往往与实际自由贸易协定不符。我们对美国互惠关税提案的估计是其只会导致美国加权平均关税提高 1.65 个百分点（发达市场为 0.8 个百分点，新兴市场为 2.2 个百

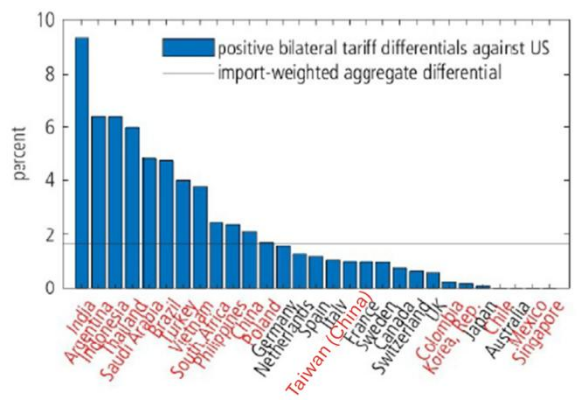
分点)。换言之，这一增幅远低于特朗普竞选期间所提出的全球关税（10-20%）目标，也远低于其威胁对墨西哥、加拿大、欧洲、中国及部分特定商品加征的关税（加拿大/墨西哥/中国边境关税加权平均增幅为 9.7 个百分点，明显高于全球互惠关税）。

与全球统一加征 10%关税相比，互惠关税对全球 GDP 的拖累仅为其十分之二左右，但由于涉及大量关税调整和潜在的贸易转移效应，结果的不确定性区间更广。此外，互惠关税每年仅能增加相当于 0.1% GDP 的财政收入，我们认为这显然不符合白宫的预期目标。值得注意的是，我们当前估算未包含美国可能将“互惠”概念扩展至增值税税率的潜在影响——美国政府机构似乎已经在研究这一方向。从美国贸易伙伴的平均（美国进口加权）增值税为 13.5%（90%的国家有增值税）来看，这将产生更大影响；但从增值税对国内外生产商待遇平等、对任何国家都无歧视性且被 WTO 完全接受来看，这又没有什么意义可言。但一切皆有可能。



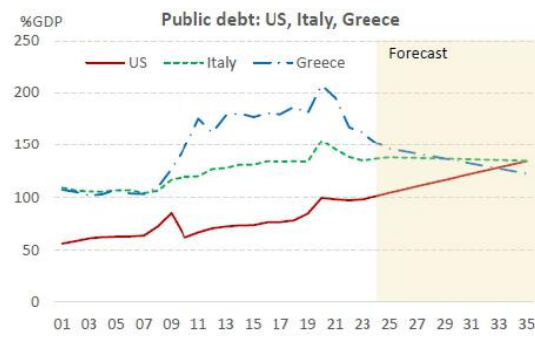
图表 21：美国在农业方面面临 5 个百分点的贸易加权关税差，但在纺织品方面享有 4 个百分点的有利关税差

来源：瑞银，Haver

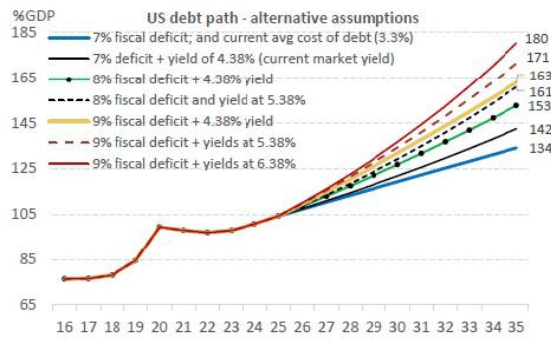


图表 22：与美国存在较大关税差的主要是新兴市场贸易伙伴
来源：瑞银，Haver

第二个潜在风险来自美国财政状况。美国预算赤字占 GDP 比例接近 7%，这意味着美国政府债务以每年约 3 个百分点的速度增长。到 2035 年，美国债务将超过希腊，与意大利持平。事实上，在我们覆盖的国家中，美国的债务动态是最不稳定的。甚至现有数据可能仍偏乐观——美国债务的融资成本目前约为 3.3%，而目前市场收益率更高。国会是否会通过赤字降低预算还有待观察。下图为不同收益率和财政赤字假设下的美国债务轨迹。风险在于，市场在某个阶段开始对美国债务动态的不可持续性进行重新定价。由于美国国债收益率为许多全球资产定价的无风险利率，这可能会对金融状况造成负面冲击。



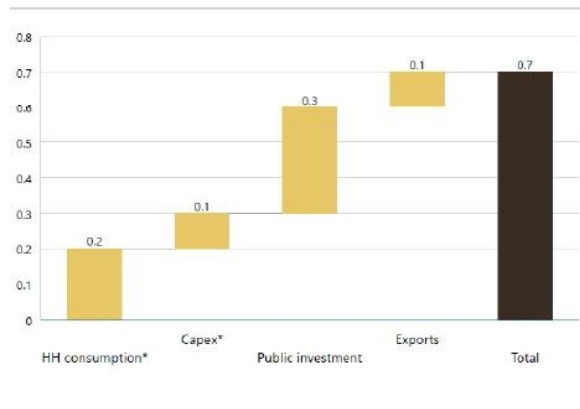
图表 23：保守估计，美国债务水平在 10 年后将与希腊和意大利持平
来源：瑞银，Haver



图表 24：但根据市场收益率和赤字水平的不同，（美国债务水平）可能会更高
来源：瑞银，Haver

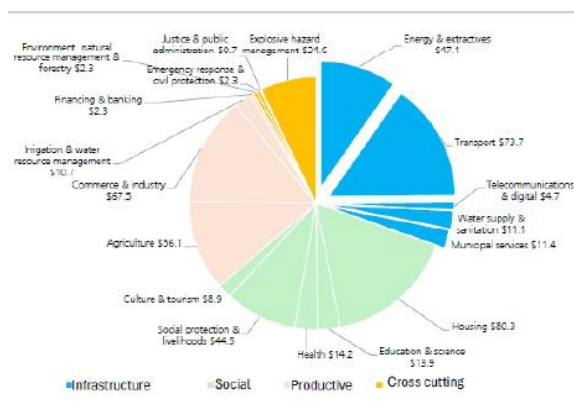
第三个风险为地缘政治风险，尽管此类风险具备双面性。与往常一样，中东紧张局势对油价构成风险，但由于欧佩克拥有大量闲置产能，因此有充足空间来限制油价上涨。事实上，最近欧佩克增产早于预期正对油价形成压力，若关税进一步削弱全球需求前景，则油价可能会有更多下行空间。

我们认为，经济前景所面临的上行风险主要来自乌克兰。如果达成和平协议，欧洲天然气价格可能下降 25-50%（将给欧洲经济能源密集型环节带来提振，尤其德国），商业信心可能改善。此外，我们认为届时或有乌克兰版“马歇尔计划”出台以帮助该国重建经济。据估计，这将花费至少 5000 亿欧元（占欧元区 GDP 的 3%，但占乌克兰 GDP 的 270%），这笔钱可被视为额外财政刺激，部分最终将作用于欧洲。无论是否达成和平协议，随着美国国防支持的部分撤回，欧洲似乎需要结构性增加其国防开支。我们认为，所有这些因素的净效应将是欧元区三年内增速将提高 1/2 到 1 个百分点。



图表 25：我们认为乌克兰和平协议将在未来三年内给欧洲经济增长增添 0.5-1 个百分点

来源：瑞银估算 [*包括天然气价格下降的直接影响和信心方面的间接影响]



图表 26：乌克兰：估算的重建需求

来源：瑞银，世界银行

欧洲似乎正准备实施规模大得多的扩张性财政政策，以应对看起来会减少的美国对乌克兰的支持，或许也是为了应对美国减少国防支持对欧洲/北约的更广泛影响。欧盟委员会已提出一系列提案将国防开支排除在欧洲财政规则之外（首次援引例外条款）；例如，德国正修改宪法，从结构上将国防开支从其“债务刹车”机制中排除。结合投资基金规模占 GDP 比例超过 11%来看，德国财政支出增幅（按占 GDP 比例）可能多达 1.7 个百分点，或

令增速提升 1 到 1½个百分点，欧洲层面的增幅或在 20-30 个基点左右。这些估算本身具有不确定性，因为目前尚不清楚支出的增加速度有多快，也不清楚多少支出会流向欧洲以外（如购买美国生产的武器）。但关键在于欧洲似乎正在制定战略以大幅提高投资/国防支出水平。这基本上消除了我们此前预测会出现的财政拖累（我们此前预测，各国试图将其债务动态恢复到更可持续水平）。欧洲所发生的变化意味着增速提升，但也意味着债务增多。

四、政策前景如何？

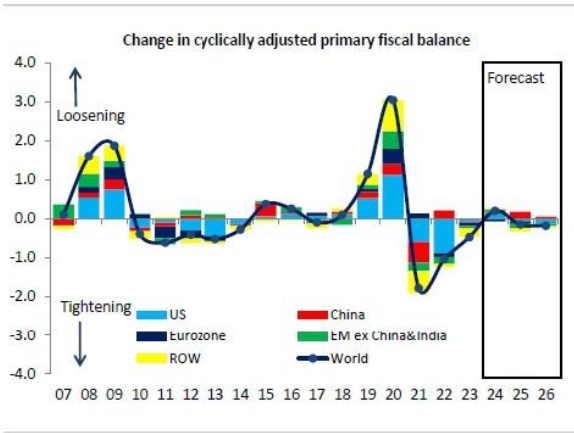
目前，各国央行普遍在大力扭转近年来所实施的紧缩政策。鉴于许多国家工资增速仍处高位且各类通胀指标的实际增长率尚未完全恢复到疫情前水平，因此在取消这些限制措施时，央行总体上依然谨慎。因此，通胀能否稳定在央行目标附近仍无法确定。不过，多数发达市场央行应会在今年（如欧洲央行）或明年（如美联储、英国央行）回归“中性”政策立场。

美联储所面临的难题最大。多数国家的增长和通胀动态相对低迷，使得货币政策路径相对清晰。但美联储所面对的则是经济相对强劲、通胀更为顽固，至少 CPI（而非 PCE）数据表现如此。此外，现在还有关税风险。其他央行只需关心一套关税（即美国对其征收的关税及其可能采取的报复措施），美联储则须关心所有的关税问题，因为每项关税都会导致通胀提升一定幅度。

对于美联储而言，另一复杂问题在于即使增长影响被视为大于通胀影响，通胀数据也会首先恶化。在当前通胀水平仍高于目标的情况下，美联储很难信任这些模型并继续降息。我们预计，到今年年中，美国经济的放缓程度将足以让美联储考虑再降息两次（至 3.75-4%），但这在很大程度上取决于实施多少关税。其他央行面临相同的政策先后顺序方面的不确定性（通胀先于增长恶化），但我们认为它们会发现继续实施宽松政策会相对容易，或许在

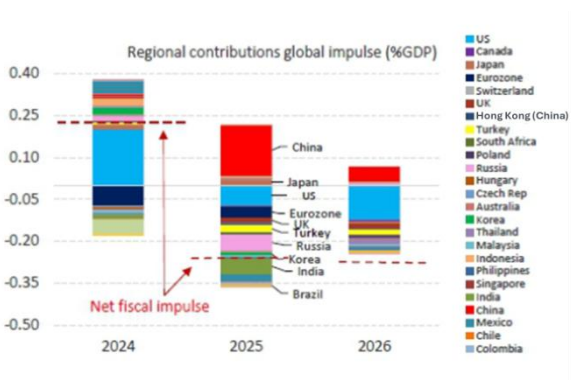
短暂停顿之后就会行动。

财政方面，我们总体预计全球层面财政政策为中性。欧洲现在存在上行风险，我们还不清楚美国预算面貌如何。但即便有变化，多半也可能发生在2026年。因此，我们认为今年最大的财政刺激措施来自中国（参阅以下两张图表。需注意的，图表仅为中国中央政府的刺激力度，因而低估了实际的刺激规模）。



图表 27：全球财政脉冲

来源：瑞银，Haver



图表 28：图表 27 的详细分解图

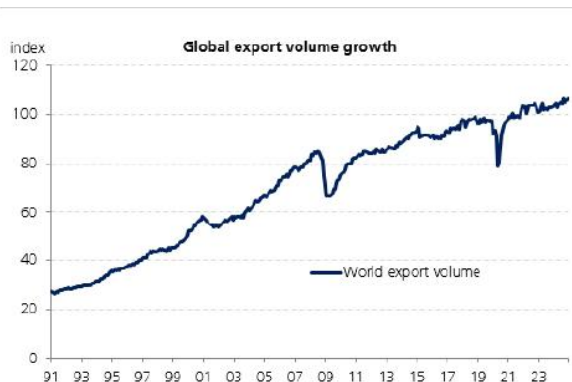
来源：瑞银，Haver [注：欧洲数据尚未包括待定的宪法变更或法国预算的通过情况]

除财政和货币政策外，最重要的“政策”可能是各国如何应对美国关税。我们开展了内部分析师调查，询问其认为各国对美国关税可能采取的报复程度。平均来看，我们的分析师认为，全球其他国家的报复力度大致会是美国所实施关税的三分之一（例如，若美国的全球关税为 10%，其贸易伙伴将把对美国的关税提高 3%）。当然，这只是平均水平，对于许多较小国家，我们假设没有报复发生，但加拿大和中国对边境关税的反应似乎与这些假设一致（报复相当于美国关税金额的 30-40%）。截至本文撰稿时，墨西哥尚未公布其应对。

五、长期趋势和 AI

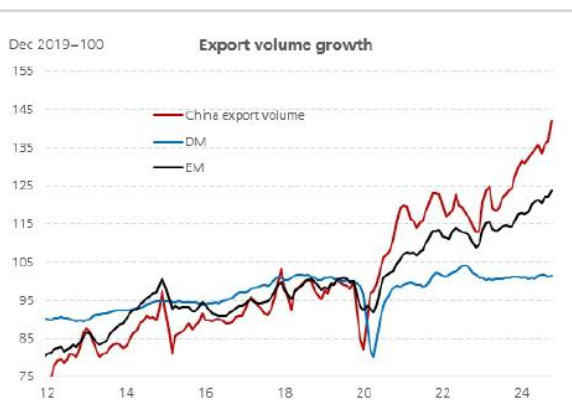
综上所述：全球经济已开始复苏、冲击已在消散，但现在可能面临一系列新的冲击。如果关税接近迄今所提水平（对欧盟、墨西哥、加拿大、钢铁/制药/半导体征收 25% 的关税；对中国征收 20%，未来可能征收更多；互惠关税；农业和铜业调查等），我们认为前景面临重大下行风险。若无这些关税，我们会乐观许多——我们可能会预计增长会有改善而非恶化。

然而，关税之争只反映了美国长期以来的一些不满情绪，其中之一便是要将一些转移到国外的制造业生产转回国内。这进而引发了关于“去全球化”的争论，而这又被认为会减轻竞争压力并加剧通胀。有趣的是，目前为止，几无证据表明“去全球化”确实已在发生。下图显示，全球贸易量增长总体上仍在走高（疲软主要体现在价格，而非贸易量）。



图表 29：全球贸易量仍在增长；“去全球化”存在吗？

来源：瑞银，Haver

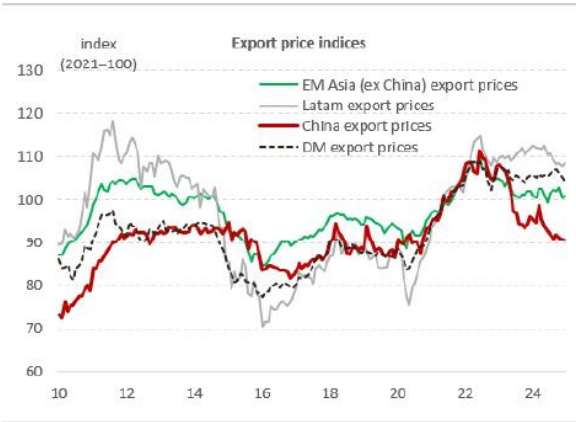


图表 30：但增长的分布并不均衡

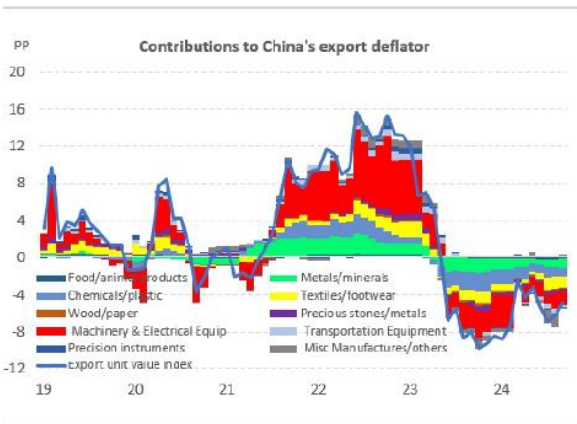
来源：瑞银，Haver

然而，全球化的持续发展并不均衡。中国获得市场份额的速度几乎比其他任何经济体都快，在其出口价格下跌的情况下依然如此。历史上，中国出口平减指数主要跟踪大宗商品价格，但现如今出口价格下跌范围要大得多。有趣的是，这种“通缩”并未传导给美国（与 2016 年水平相比，中国在美国的市场份额大幅下降），而是主要出口到新兴市场。这在很大程度上取决于中国向不同国家出口的产品。例如，电子产品（美国进口此类产品）的价格往往比其他商品更为稳定。中国市场份额增长是否会成为其与该地区其他

国家关系紧张的根源还有待观察。中国也在邻国进行大量投资，努力实现出口基础多元化，这些投资显然对受援国有利。



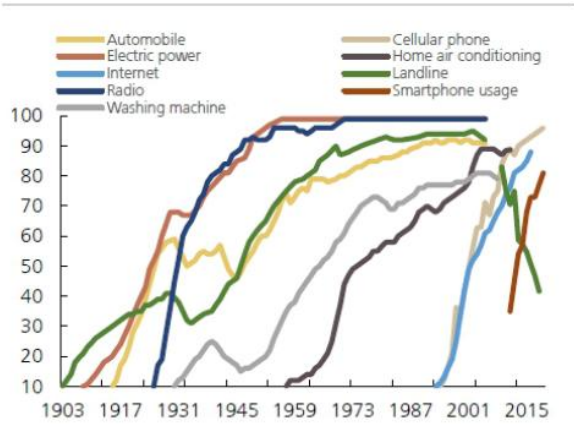
图表 31：中国的出口价格下滑幅度超过其他国家/地区
来源：瑞银，Haver



图表 32：出口价格下滑是普遍现象
来源：瑞银，Haver

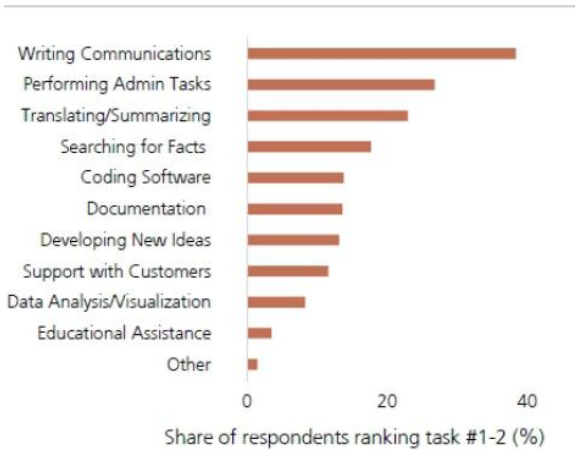
人工智能（AI）在上述经济展望中处于怎样的位置呢？如果将展望时间范围限定在未来 2 年而非未来 5 年，那么在很大程度上 AI 的影响并不显著。AI 渗透率依然很低，不过渗透速度显然较以往的突破性技术要快得多。例

如，蒸汽铁路于 1825 年推出，但直到那个世纪的后期才被普遍采用；电力和电话的普及花了约 50 年时间。但台式电脑在发明后的 20 年内即得到广泛使用，手机在短短十年内便已无处不在。整体数字基础设施已经到位，这一事实对生成式 AI 而言可谓好兆头，其可通过软件快速推出，插件和扩展市场也正在不断增长。多数技术专家似乎都认为 AI 的广泛应用需要 4-5 年，而非 2 年。



图表 33：新技术获得广泛应用的时间在缩短

来源：Comin & Hobijn (2024), Horace Dediu, 瑞银



图表 34：但到目前为止，生成式 AI 的应用仍集中在特定任务上

来源：Bick 等人 (2024), 3216 名受访者, 2024 年 8 月

另一个关键问题便是 AI 实际会影响多少工作岗位及 AI 是否只会成为一种提高劳动者生产力的辅助技术（软件公司中已有大量此类例子，与编写任务相关的工作等）还是会取代人力。例如，作为 2024 年诺贝尔经济学奖得主之一，达龙·阿西莫格鲁（Darren Acemoglu）认为，AI 只会影响美国 20% 的工作岗位，因此 10 年内只能将 GDP 提高 1.1-1.6%（相当于生产力每年增长 0.05% 左右）。当然，乐观主义者认为工作岗位受影响的比例要大得多。

但是，用数据体现 AI（的影响）的另一问题是如何选择衡量标准。对于许多 AI 可提高生产率的白领工作而言，国民账户衡量生产力的方式不是看产出而是看投入（成本）。例如，AI 在医疗领域（新药开发、疾病诊断等）前景广阔，经合组织的医疗支出占 GDP 比例平均约为 10%。但如果 AI 将医疗成本拉低，则国民账户统计数据会将其视为生产力下降而非增加。事实上，就目前而言，几无证据表明生产率正在提高，其中大部分仍能通过劳动力的流入和流出、技能不匹配等因素予以更好解释。

最后，Deepseek 所带来的突破或令 AI 的普及显著提速，部分原因是它改善了 AI 的可负担性。推理成本在中国下降了 10 倍，在中国以外下降了 5 倍。这就给美国科技公司提出了问题，即大量资本支出是否与潜在收入相符；对中国而言，美国进一步限制中国获取英伟达低端芯片和低端晶圆制造设备以阻止其攀登附加值曲线的风险将会因此上升。

在现阶段，我们的疑问多于答案。DeepSeek 是否会加剧软件领域的变革并导致白领工作岗位加快流失（即授权和订阅减少）？由于可用较少高端芯片构建合理替代方案，高端芯片需求是否会下降？抑或 DeepSeek 无疑增加了对推理的需求从而拉升高端芯片需求？但推理应用是否已经到位？这些疑问中有许多在短期内无法获得解答。然而，股市对潜在赢家和输家的重

估——以及年初至今美国股市的重新定价——表明全球金融状况在某种程度上已与 AI 发展息息相关。