



2025 年全球信用风险八大展望

联合资信 主权部 | 程泽宇、李为峰

主要观点

- 地缘政治冲突仍是 2025 年全球面临的重大风险，特朗普重返白宫或加速俄乌和平谈判的进程，中东地区的地缘政治风险虽有所缓和但深层次矛盾依旧严峻
- 特朗普政府的关税保护政策与美元贸易体系存在一定矛盾，预计会增加美国的输入型通胀以及成本推动型通胀压力，同时也将对全球经济造成较大扰动
- 全球央行货币政策有望持续宽松，但节奏或因通胀反弹而放缓，其中除日本以外的多数发达经济体有望继续保持货币宽松政策，新兴经济体的货币政策预计将呈现一定分化
- 全球经济有望保持复苏态势，其中美国经济增速或将小幅放缓，欧元区和日本经济则有望温和复苏
- 在经济增长不确定性加大及货币政策宽松进度可能放缓的情况下，扩张性的财政政策将成为全球更多政府的选择，财政赤字率有望维持高位，政府债务水平也将持续提升
- 主要大宗商品价格走势或将出现明显分化，黄金价格受地缘政治风险高企及美联储降息预期影响有望维持强势地位，国际原油价格或将持续承压
- 气候风险或将更加突出，在特朗普当选美国总统以及未来经济增长不确定性增大的背景下部分国家反 ESG 浪潮或将持续，但从中长期来看全球 ESG 主流化趋势仍不可阻挡
- 全球供应链重构或将加速，新一轮科技革命和产业变革蕴含着巨大的机遇和挑战



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、 地缘政治冲突仍是 2025 年全球面临的重大风险

全球政治格局自冷战两极对峙结束后持续向多极化演变，大国关系预计将走向有限合作与结构性对抗

美国为保障自身“一超”世界地位而愈发强调“美国优先”，尤其是 2025 年特朗普重返白宫将对美国两党之间的力量博弈以及全球政治格局产生较大影响。一方面，特朗普政府以“降本增效”为名，精简美国国际开发署（USAID）、中情局（CIA）等政府官僚机构，削减并优化财政支出，计划重组联邦机构等，在改善美国政府效率的同时趁机削弱民主党的政治势力，进一步激化了两党间矛盾并增大其改革阻力，或将导致美国的政治极化问题愈发严重。

另一方面，特朗普政府在对外关系上不延续民主党的团结欧盟及西方盟友一致施压非盟友国家的传统多边联盟策略，而是倾向于以技术壁垒、贸易保护等手段为筹码发展双边关系。这也意味着特朗普政府未来会更加聚焦于先进技术、美元地位、经济发展等美国核心利益，大力抑制其他国家的追赶效应，背离多边主义并减少对不必要国际事务的干预，比如，与欧盟在俄乌问题、加征关税、提高北约军费等方面矛盾重重，对加拿大和墨西哥等传统贸易盟友加征关税，退出《巴黎协定》以及世界卫生组织等，这些举措可能会加剧大国之间的摩擦并弱化现有国际规则和体系的运作。

欧洲各国民粹主义和政治碎片化问题愈演愈烈，尤其是近年来欧洲建制派政党在经济增长疲软、与俄罗斯“全面硬脱钩”、通胀压力持续以及移民安置等问题上整体表现不佳，极右翼势力和民粹主义形成卷土重来之势，对欧盟的政治凝聚力造成一定削弱。2024 年极右翼和右翼民粹政党在意大利、法国、荷兰、比利时、匈牙利等 9 个欧盟国家位居第一，在德国、葡萄牙、罗马尼亚、瑞典等其他 9 个欧盟国家处于第二或第三位置，并且在 2024 年欧洲议会选举中影响力显著增强。

随着极右翼和右翼势力的崛起，欧洲各国的传统执政党日益难以维持稳定、有效的多数席位，政党结构趋于碎片化，政府制定政策的能力亦将面临诸多挑战，或对欧洲现有的移民政策以及欧盟经济一体化发展产生一定变数。另外，欧盟与美国的大国关系走向有限合作与结构性对抗，欧盟近年来加速推进“战略自主”以减少在军事防务、核心供应链、数据安全等方面对美国的依赖，预计欧美协调能力下降或削弱其共同塑造国际秩序的能力，给全球政治格局带来不确定性。

特朗普重返白宫或加速俄乌和平谈判的进程，俄乌地缘政治风险或有所趋缓，中东地区的地缘政治风险虽有所缓和但深层次矛盾依旧严峻

俄乌冲突至今已持续三年时间，局势愈发复杂多变，特朗普重返白宫成为影响俄乌走向的最大“变量”，预计俄乌地缘政治风险或有所趋缓。俄乌冲突走向最终取决

于大国间的博弈，之前的拜登政府主张全球再平衡战略，依旧希望借助乌克兰这枚棋子加大对俄罗斯的孤立和打压，再加上传统中立国芬兰已正式加入北约，从芬兰到波罗的海三国再到乌克兰，使得北约“围堵”俄罗斯的链条将趋于完善。目前，随着特朗普政府重返白宫，大概率会从中调和以加速俄乌和平谈判的进程。2025年2月12日，美国总统特朗普分别与俄罗斯总统普京和乌克兰总统泽连斯基通电话，这是俄乌冲突爆发以来美俄首次进行最高级别的直接接触；2月18日美俄在没有欧盟和乌克兰参与背景下在沙特展开首轮和谈，考虑到俄乌冲突对欧盟国家的冲击更为直接，但目前特朗普政府的争端解决机制并未引入欧盟并考量其利益，引发欧盟国家的不满，预计会对俄乌冲突的和谈进程产生一定制约。

中东地区的地缘政治风险虽有所缓和，但深层次矛盾依旧严峻。虽然2025年1月15日以色列和 Hamas 达成停火协议，但冲突地区仍面临重建资金短缺、基础设施受损严重等问题，尤其是特朗普政府曾提出美国应接管加沙地带并驱逐巴勒斯坦人的观点，深层次矛盾引发的仇恨难以在短期内化解，依旧存在风险升级的可能。巴以冲突的外溢效应已经延伸至伊朗，伊朗与以色列之间的冲突长期通过“影子战争”的形式存在，但2024年10月以色列对伊朗发动空袭，标志双方冲突的公开化和升级化。再加上伊朗支持的叙利亚萨德政府在2024年11月被反对派迅速推翻，使得伊朗失去了重要的战略缓冲带，其在中东的影响力遭到削弱。此外，特朗普政府对伊朗采取“极限压制”政策，严格限制伊朗石油出口，并可能采取军事行动打击伊朗的核设施，存在冲突升级的风险。

除此以外，朝鲜半岛局势、南海局势、伊朗核问题等也可能在2025年出现新的变化，不排除部分地区紧张局势出现大幅升级的可能。

二、 贸易保护主义卷土重来或将对全球经济造成较大扰动

特朗普政府重启贸易保护本质上是为了重塑全球产业链及贸易规则，以保障美国在全球产业“零和博弈”中的竞争优势

特朗普政府表示，掀起全球贸易保护的底层逻辑是美国长期国际收支赤字导致本国制造业外迁以及就业损失，希望保护本国贸易以鼓励制造业回流以及降低对外部产业链的依赖。从更深层角度分析，在美国重塑世界“一超”地位的背景下，从2018年特朗普政府开启贸易战，到拜登政府通过《芯片和科学法案》和《通胀削减法案》，再到特朗普政府重返白宫再启“贸易保护 2.0”政策，本质上都是美国借助产业政策与反自由贸易措施来重塑全球产业链及贸易规则，以保障美国在全球产业“零和博弈”中的竞争优势。

因此，我们预计特朗普政府的“贸易保护 2.0”政策更趋于结构性。全球贸易是基于比较优势理论，美国产业链向外转移也是“雁阵模式”产业升级的必然阶段，因此特朗普政府计划对关键领域商品施加保护性关税，而非覆盖所有进口商品。比如，加征关税的重点领域可能包括国防工业供应链中的钢铁、铝、铜等原材料，关键医疗设备中的医疗设备及相关医药材料，能源生产领域中的电池、稀土矿和光伏面板等，其中对所有进口至美国的钢铁和铝征收 25% 关税已于 2 月 10 日落地。

美国的关税加征存在一定差异化，对欧盟、加拿大以及墨西哥等的关税政策存在一定妥协空间；关税加征细则或向转口贸易大国扩展，对于境外设厂规避贸易风险的公司产生较大影响

目前，特朗普政府公布的加税举措主要包括：自 2025 年 2 月 4 日起，美国将对加拿大和墨西哥的进口商品加征 25% 关税，对中国的进口商品加征 10% 关税；2 月 13 日特朗普签署备忘录引入“对等关税”政策，政策研究计划将于 4 月 1 日前完成。“对等关税”主要针对对美出口加权平均关税高于进口加权平均关税的国家或地区，比如欧盟、印度、韩国、泰国等。

美国的关税加征存在一定差异化。美国对欧盟、加拿大以及墨西哥等的关税政策存在一定妥协空间，美国对欧盟的主要诉求在于提高军费开支以及解决俄乌问题，如果欧盟达到军费以及地缘政治方面的意见，则有可能暂缓或减少加征幅度；美国对加拿大和墨西哥的诉求主要在于边境安全，为此加拿大承诺实施一项价值 13 亿美元的边境计划以保护美国边境安全，墨西哥将派遣 1 万名国民警卫队人员加强北部边境巡逻以防止毒品贸易，因此美国宣布推迟 30 天对两国的关税加征。另一方面，美国的关税加征细则或向转口贸易大国扩展。后续美国关税政策可能会更加关注“转口贸易”限制，要求美国海关与边境保护局加强对进出口商品的原产地真实性查验，加强对生产零部件占比审查等方式执行，对于境外设厂规避贸易风险的公司产生较大影响。

特朗普政府的关税保护政策与美元贸易体系存在一定矛盾，增加美国的输入型通胀以及成本推动型通胀压力，甚至拖累全球经济增长

对美国而言，美国长期贸易赤字的本质其实是“特里芬两难”，即美元拥有国际货币地位，其他国家为积累更多美元而凭借自身的资源禀赋开展国际贸易，美国便可以享受全球“铸币税”并获取实物资源，该体系维持了美国的经济地位和美元的霸主地位，而贸易保护政策与美元贸易体系存在一定矛盾。另一方面，特朗普政府的关税政策可能会增加美国的输入型通胀以及成本推动型通胀压力，或导致美国的通货膨胀再度反弹，甚至对美联储的降息节奏产生较大扰动。

对全球而言，美国贸易保护或拖累全球经济增长，假设美国对全球全面加征 10%

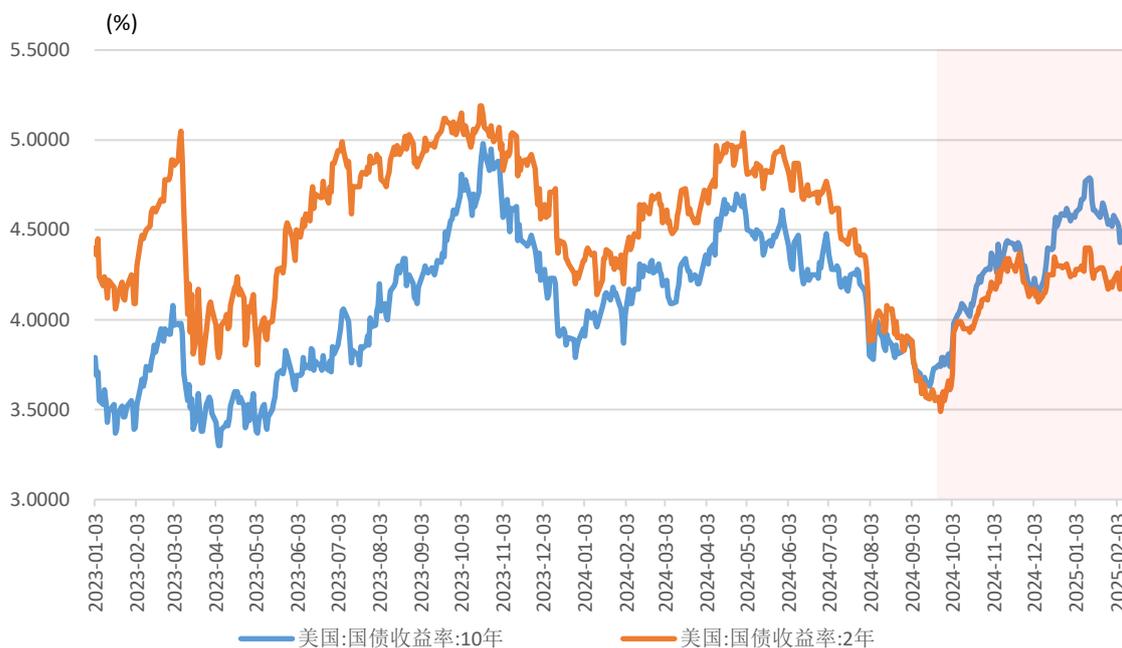
关税，我们预计 5 年内全球贸易量可能平均降低 5%，贸易萎缩的影响会逐步传导至企业制造、就业、消费等领域，全球经济增速可能会因此平均降低 2 个百分点。另一方面，特朗普的关税政策对以世贸组织为核心的多边贸易体系构成严重冲击，可能导致多边贸易谈判陷入僵局，全球贸易争端解决机制面临更大阻力。

三、 全球央行货币政策有望持续宽松，但节奏或因通胀反弹而放缓

由于特朗普的关税政策具有较大的不确定性，预计 2025 年美联储的降息节奏或适当放缓

2024 年基于全球大宗商品价格走高以及供应链紧张而造成的供给侧通胀得到显著缓解，美国全年平均 CPI 增幅回落至 2.96%，较 2022 年和 2023 年分别大幅下跌 5.06 个和 1.17 个百分点。美国劳动力市场表现对美联储货币政策调整具有较大的参考意义，高利率对美国劳动力市场产生一定负面效应，零售、金融、科技等行业结构性裁员数量增长，7 月美国失业率超预期走高至 4.3%，创近三年高点，触发了预测经济衰退高度准确的“萨姆规则”，反映出美国劳动力市场趋于疲软，美联储有必要转向宽松的货币政策。因此，9 月美联储将联邦基金利率目标区间下调 50 个 BP 开启 2020 年 3 月以来的首次降息，随后又在 11 月和 12 月的美联储议席会议上分别降息 25 个 BP，将联邦基金利率降至 4.25%~4.50% 区间。

2025 年特朗普政府重返白宫，考虑到特朗普政府同样希望降低利率以激活企业投资和居民消费的活力，因此美联储的货币政策走向大概率会继续保持宽松。但由于特朗普的关税政策具有较大的不确定性，具体进出口商品的价格弹性不同，加征关税所产生的负担影响也较为复杂，对美国再通胀压力的影响或难以完全避险和缓释。市场已经对美国的再通胀风险进行提前定价，美国 10 年期国债收益率在 2024 年 9 月美联储首次降息后下探至 3.63%，后随着特朗普赢得总统大选而逐步攀升，2025 年 1 月涨幅一度超过 110 个 BP，抹去了美联储开启降息以来的三次降息幅度，并创 2023 年 10 月以来新高。2025 年 1 月美国 CPI 增幅小幅上涨 0.1 个百分点至 3.0%，回升至 2023 年 6 月以来高点，预计美联储 2025 年的降息节奏或因此适当放缓，继续长期保持现有利率中枢，年内或累计降息 2 次左右。



数据来源: Wind, 联合资信整理

图 3.1 2023 年以来美国 2 年期和 10 年期美债收益率

欧洲央行基于经济疲软和通胀反复的压力，货币政策或将采取“中间策略”

欧盟国家在俄乌冲突后竭尽全力对俄罗斯实施能源替代，转向其他国家谋求多元化能源进口，提高了对中东、非洲、美国等石油出口国和土耳其等能源管道过路国的要价能力和话语权。之后随着国际能源价格回落，2024 年欧元区的平均调和 CPI 同比增幅降至 2.4%，较 2022 年（8.4%）和 2023 年（5.5%）大幅回落，通胀压力得到显著缓解。因此，2024 年欧洲央行货币政策转向宽松，年内降息四次累计降息 100 个 BP。

展望 2025 年，欧洲央行需要考虑欧元区的经济表现而制定货币政策，欧元区经济较美国更加疲软，再加上德法等核心经济体受政治动荡拖累需求疲弱，欧洲央行需要继续采取宽松的货币政策，1 月 30 日欧洲央行宣布将欧元区三大关键利率下调 25 个 BP。考虑到美国的贸易保护政策以及劳动力成本上涨等因素，欧盟通胀压力有一定反弹可能，2025 年 1 月欧元区的调和 CPI 同比增幅录得 2.5%，其中服务业通胀仍居高不下（约 4%），成为抑制通胀达标的核心障碍。预计 2025 年欧洲央行的货币政策将保持“中间策略”，即在控制通胀与刺激经济增长之间寻求动态平衡，年内或累计降息 3 次左右。

日本央行将继续加息并将目标利率抬升至 1% 左右的历史新高，多数发达经济体有望继续保持货币宽松政策，新兴经济体的货币政策呈现一定分化

为防止经济走向过热、释放汇率贬值压力以及增加债券市场的流动性，日本央行采取较为温和谨慎的政策调整方式，沿着“调整收益率曲线控制（YCC）政策、退出 YCC 政策、退出负利率政策”的步骤，稳步走向货币政策正常化的道路。2024 年 3 月，日本央行决定结束 YCC 政策，同时将政策利率由-0.1%提高至 0%~0.1%区间，并停止购买交易型开放式指数基金和房地产投资信托基金，这是日本央行近 17 年来首次加息，标志着日本维持了约 11 年的超宽松货币政策开始走向正常化。同年 7 月，日本央行宣布将目标政策利率从 0%~0.1%区间上调至 0.25%，继续收紧货币政策。由于日本央行将 2024 财年核心 CPI 预期涨幅从 2.5%上调到 2.7%，2025 年 1 月日本央行将目标利率从 0.25%上调至 0.50%，这是自 2007 年以来最大单次加息幅度，利率升至 2008 年 10 月以来的最高水平。此外，由于市场预计日本央行利率将继续攀升，日本 10 年期国债收益率近期已经飙升至 1.357%（截至 2025 年 2 月 14 日）。**预计 2025 年内日本央行将继续加息，将目标利率抬升至 1%左右。**



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.2 2020 年以来日本 10 年期国债收益率走势

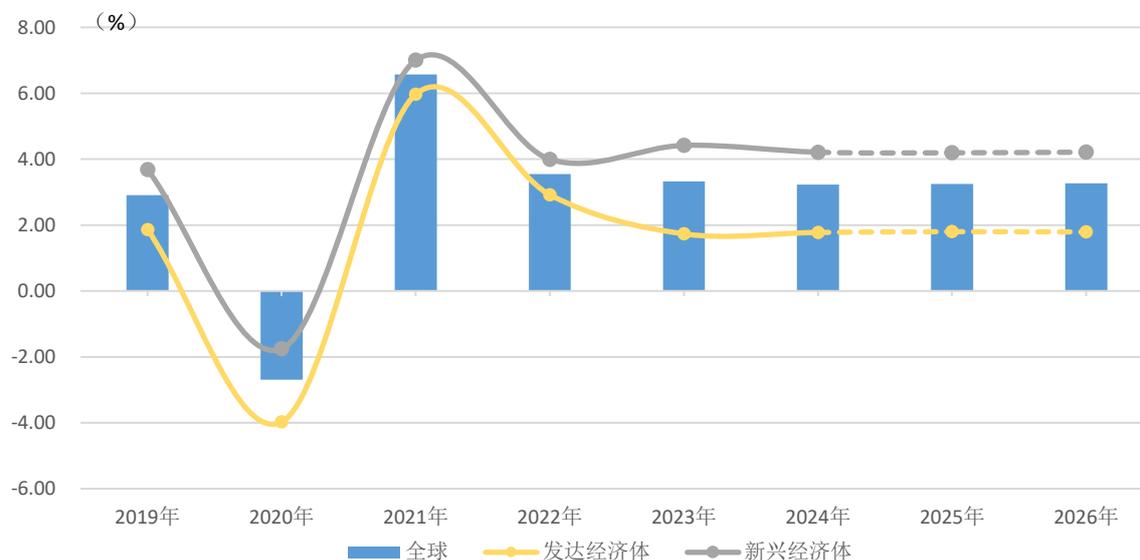
美联储货币政策对全球主要央行起到锚定作用，瑞士央行、加拿大央行、中国香港金管局、科威特央行、巴林央行、阿联酋央行、卡塔尔央行等已经纷纷采取降息举措，预计 2025 年这些央行会跟随欧美央行节奏继续保持货币宽松政策。但是，部分新兴经济体的货币政策存在一定差异性，为应对国内的通胀压力或本币贬值压力，俄罗斯央行在 2024 年 10 月加息 200 个 BP，巴西央行在 2024 年 10 月加息 50 个 BP。预计 2025 年部分新兴经济体央行会继续保持加息节奏，与欧美等主要经济央行的货币政策呈现一定分化。

四、 全球经济有望保持复苏态势

虽然大国博弈以及贸易保护会给全球经济带来较大不确定性，但宽松的货币政策和技术产业升级对经济起到提振作用，预计 2025 年全球经济或继续保持复苏态势

2024 年在全球主要经济体央行转向货币宽松政策、科技创新带动产业升级的背景下，全球经济增速稳定在 3.2%。其中，欧美发达经济体经济韧性较强，日本经济出现复苏迹象，以及部分亚洲新兴经济体绽放经济活力。但不容忽视的是，地缘政治风险和大国博弈愈发显著，对全球大宗商品价格以及供应链稳定均产生较大扰动，在一定程度上抑制经济的稳定增长。

在经历 2024 年全球大选年后，全球主要经济体的政治格局出现一定变化，尤其是特朗普重返白宫对全球地缘政治以及大国博弈产生较大影响，其贸易政策以及科技及供应链保护可能会给全球经济增长带来较大不确定性。但另一方面，考虑到欧美等全球主要央行将继续采取宽松的货币政策以及鼓励产业升级及技术创新，再加上通胀环境的改善有助于激发企业投资和居民消费活力，对经济增长形成有利支撑，预计 2025 年全球经济或继续保持在 3% 左右，其中发达经济体经济增速或保持在 1.8% 左右，新兴经济体经济增速或保持在 4.2% 左右。



数据来源：联合资信整理

图 4.1 全球及各主要经济体实际 GDP 走势

美国经济依旧具有较强韧性，但受贸易保护以及利率中枢较高拖累，经济增速在 2025 年或小幅放缓，欧元区和日本经济有望实现温和复苏

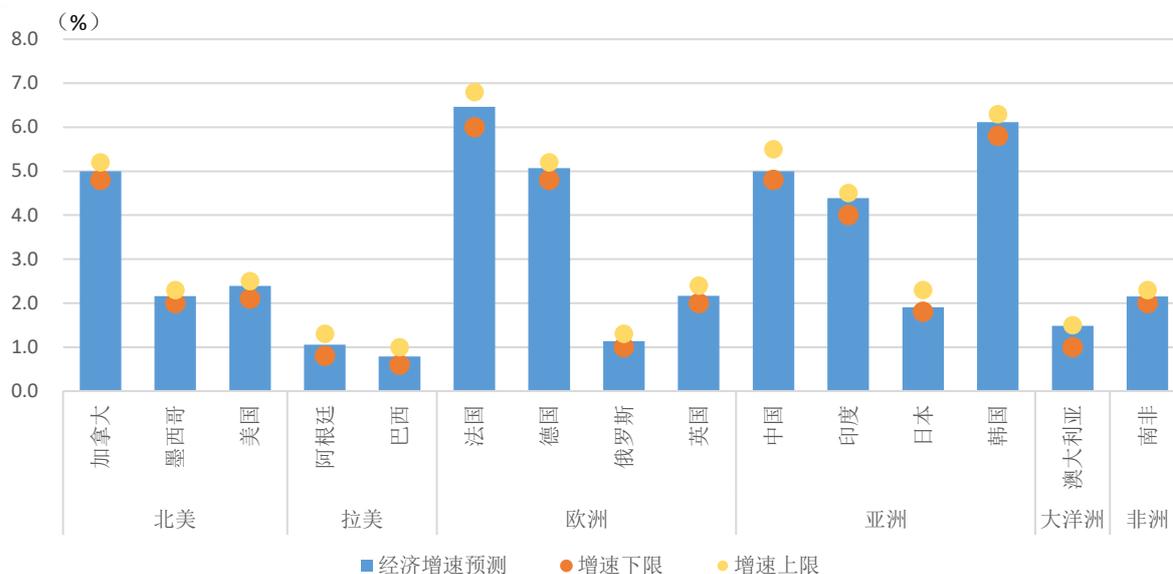
展望 2025 年，美国经济仍具有较强韧性，高新技术创新和高端制造业回流将带动美国经济产业升级和投资增长，有助于优化美国经济结构并提振经济增长。美国劳

动力市场依旧健康，2025年1月美国失业率进一步下降至4.0%，创近9个月以来低点；截至2月8日当周初请失业金人数为21.3万人，低于预期的21.5万人；职位空缺超过760万个，显示劳动力市场供需仍偏紧，进而支撑工资增长并提振消费者购买力。经济继续保持“劳动力市场紧张—就业和工资保持高位—居民边际消费倾向走高—制造业和服务业扩张”的良性循环。

但另一方面，特朗普政府的贸易保护政策或放缓美联储的降息节奏，依旧较高的利率中枢加剧了企业的经营负担，2025年1月美国中小企业乐观指数细项中增加库存、经济向好预期、实际销售走高预期、信贷形势预期以及盈利趋势均为负值，且各指标较去年12月进一步走弱，美国中小企业贡献了约50%的就业和75%的税收，中小企业的收缩将会在6~12月反映在美国经济表现和劳动力市场上。**预计美国2025年经济增速将回落至2.0%~2.3%左右，较2024年的经济增速（2.8%）小幅下降。**

考虑到欧洲央行会在2025年延续降息周期，并辅以定向流动性工具（如TLTRO）支持绿色转型和中小企业融资，金融条件改善有望缓解企业融资压力，起到提振消费和投资需求的作用。此外，西班牙、荷兰等国成为区域内的新增长亮点，抵消了德国、法国等核心经济体的表现疲软。**预计2025年欧盟经济增速将小幅回升至1.2%左右，较2024年的经济增速（0.8%）实现温和复苏。**

为配合“安倍经济学”的实施，日本政府常年采取扩张型财政政策，尤其是新冠疫情暴发后，日本政府先后通过了总规模达235万亿日元（约合2.1万亿美元）的紧急经济救助计划，促进经济稳步复苏。2024年日本劳动力市场转暖，出现了工资成本推动型温和通胀，叠加食品及住房等价格走高，粘性通胀支撑日本物价保持高位，2024年日本CPI同比增幅为2.7%保持温和通胀，意味着日本经济呈现“经济复苏—工资上涨—温和通胀”的良性循环。若工资—价格螺旋机制持续，日本有望摆脱“失去的20年”通缩阴影，成为依赖内需驱动的“正常”经济体。**预计2025年经济增速将回升至1%左右，但人口老龄化、劳动力短缺及生产率提升瓶颈仍是日本所面临的长期挑战。**



数据来源：联合资信整理

图 4.2 全球主要国家 2025 年实际 GDP 增速预测

中国经济有望保持稳定增长，印度继续保持全球经济增长的火车头地位，阿根廷经济休克疗法效果显著

展望 2025 年，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在高新技术快速突破以及房地产行业企稳的背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长，但美国贸易保护主义可能会对外贸和制造业生产造成一定拖累。预计中国全年经济增长将维持在 5% 左右。

印度经济强势增长主要依托于人口红利和深度参与国际供应链，庞大的人口规模为印度提供了廉价的人口红利和消费市场，同时借助中美之间经济“脱钩”和中国产业链升级的机会，吸引了全球大量产业向印度转移。此外，印度政府采取了一系列积极的改革举措，包括鼓励科技驱动和知识驱动型经济发展，财政预算优先集中在基础设施建设、促进绿色增长和金融部门等领域，提高个人所得税免税上限并降低税率等，这些措施将有助于促进出口并推动国内制造业发展。预计 2025 年印度经济增速将保持在 6.5% 左右，继续保持全球经济增长的火车头地位。

在新兴经济体中，阿根廷的表现预计较为亮眼。阿根廷米莱政府上台后大刀阔斧的对阿根廷经济展开“休克疗法”，通过主动将官方汇率贬值超过 50%，起到平衡国际贸易收支以及积累外汇储备的作用。米莱政府采取紧缩的货币政策，2023 年 11 月将基准利率抬升至 133.5%，并减少货币超发，从供给端控制流动性，同时鼓励经济“美元化”并逐步放开国际资本自由流动，起到平缓汇率波动以及吸引外资的作用。米莱政府通过精简国家机构、推进国企重组、特许经营领域私有化、放松出口限制等

举措减少政府对市场的干预。米莱政府的改革举措有助于释放阿根廷经济活力，预计 2025 年经济增速或回升至 5.0%。

五、 扩张性的财政政策有望在全球成为主流

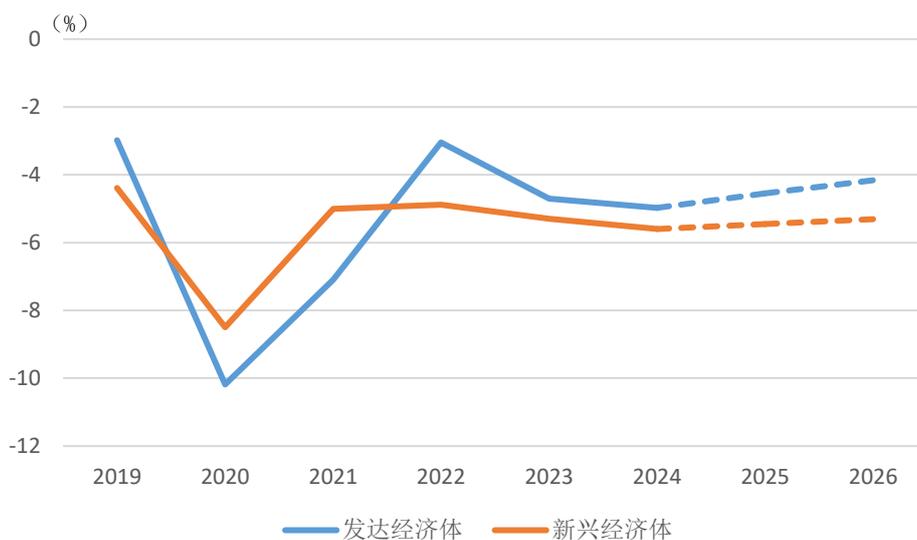
在经济增长不确定性加大及货币政策宽松进度可能放缓的情况下，扩张性的财政政策将成为全球更多政府的选择，财政赤字率有望维持高位

新冠疫情期间全球多国政府推出大规模经济刺激计划使得政府财政赤字率大幅上升，之后俄乌冲突爆发导致全球能源及粮食价格飙升，迫使部分国家加大相关产品补贴，再加上通胀持续处于高位使得货币政策实施空间十分有限，有越来越多的国家选择采用扩张性财政政策来支持经济增长，同时高利率环境也使得政府利息支出大幅增加，导致财政赤字率持续处于高位。2024 年，发达经济体和新兴经济体财政赤字率分别达到 5.0% 和 5.6%，均较上年小幅提升，且显著高于新冠疫情之前的水平。

展望 2025 年，在经济增长不确定性加大及货币政策宽松进度可能放缓的情况下，扩张性的财政政策将成为全球更多政府的选择。从发达经济体来看，特朗普政府上台后其财政政策核心是对内大规模减税，尽管加征关税、驱逐非法移民、缩减政府编制等措施有望在一定程度上抵消减税政策带来的影响，但预计美国财政赤字率仍将维持在 7% 左右的高位；以法国、德国为代表的欧洲主要国家近期因财政预算问题出现政局动荡，给欧元区财政平衡带来较大不确定性，“财政纪律”面临挑战，其中法国财政赤字率或将维持在 6% 左右的高位；日本政府 2025 年财政预算总额创历史新高，但财政状况有望在经济表现良好及企业利润提升的支撑下得到显著改善，财政赤字率有望收窄至 3% 左右。

从新兴经济体来看，中国政府将实施更加积极的财政政策，加大支出强度，财政赤字率有望提升至 4% 左右，为经济发展注入更多动力；以印度、巴西为代表的部分新兴经济体预计将持续加大基础设施建设等资本支出力度，财政赤字率有望维持 6% 以上的较高水平。

综合来看，预计 2025 年扩张性的财政政策将成为全球更多政府的选择，发达经济体和新兴经济体的财政赤字率均有望保持在 5% 左右的相对高位。



数据来源：IMF，联合资信整理

图 5.1 发达经济体及新兴经济体财政赤字率走势

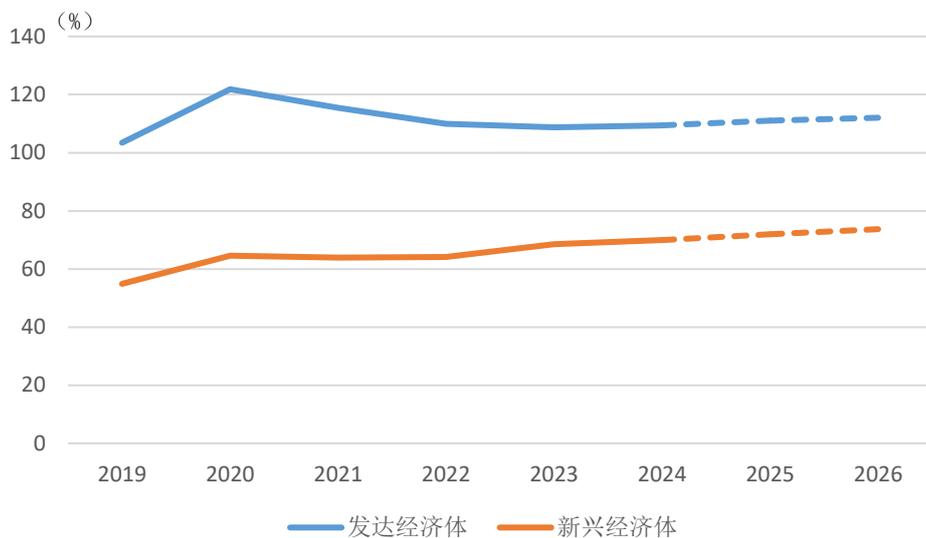
扩张性的财政政策将推动政府债务水平持续提升，以美国为代表的主要国债收益率或将在较长时期内保持高位

新冠疫情期间，以美联储为代表的欧美央行采取了无限量宽松的货币政策，以配合政府扩张性的财政政策来支撑经济，同时这也为政府借贷提供了便利，推动政府债务水平的大幅上升。此后，尽管欧美央行的货币政策随着通胀上升有所收紧，但在利息支出及财政赤字高企的背景下，全球政府债务水平仍维持高位，其中发达经济体政府债务水平自 2021 年以来呈缓慢下降之势，但在 2024 年底出现小幅反弹，仍高达 110% 左右；新兴经济体政府债务水平则呈持续上升之势，截至 2024 年底达到近 70%，较新冠疫情之前上升了约 15 个百分点。

展望 2025 年，扩张性的财政政策将推动全球政府债务水平持续提升，同时也对债务可持续造成挑战。具体来看，截至 2025 年 2 月 12 日，美国联邦政府的债务总额已达到 36.22 万亿美元，超过债务上限设定的 36.1 万亿美元。预计后续美国政府或将再度提高甚至有可能取消债务上限，政府债务规模仍有进一步扩大的可能；欧洲央行在 2025 年有望持续降息，为欧洲各国政府融资提供便利，再加上“财政纪律”持续面临挑战，以法国为代表的部分欧洲国家政府债务水平有望持续走高；此外，包括中国、巴西、沙特、南非等国在内的广大新兴经济体政府债务水平也存在上升的可能。

另一方面，扩张性的财政政策还会对国债收益率产生显著影响。大规模的政府债务发行会增加市场上的债券供给，从而对国债收益率产生上行压力。此外，高政府债

务水平可能导致市场对政府偿债能力的信心减弱，投资者要求更高的风险溢价，从而推动国债收益率的进一步上升。对于美国等主要经济体而言，国债收益率的高位运行可能在较长时期内持续，这将对全球经济和金融市场产生深远影响。



数据来源：IMF，联合资信整理

图 5.2 发达经济体及新兴经济体政府债务水平走势

六、 主要大宗商品价格走势或将出现明显分化

黄金价格受地缘政治风险高企及美联储降息预期影响有望维持强势地位

黄金作为一种避险资产，近年来在地缘政治风险高企的背景下，其价值愈发凸显。2024 年，受全球经济不确定性增加、地缘政治紧张局势加剧及投资者避险情绪高涨等因素影响，黄金价格总体延续了 2023 年的涨势，全年大幅上涨约 27% 至 2600 美元/盎司左右，且连续多次创下历史新高。

展望 2025 年，黄金价格在地缘政治风险高企及美联储降息预期的影响下有望维持强势地位，但涨幅或将有所放缓。具体而言，地缘政治风险高企及特朗普政策的不确定性将使得黄金的避险属性持续凸显，新兴市场国家央行及各国投资者对于购买黄金的需求有望维持高位，为黄金价格提供有力的支撑。另一方面，美联储的降息预期将降低持有黄金的机会成本，从而增强黄金的吸引力，但美国通胀反弹可能会使美联储降息节奏放缓，或将压制黄金价格进一步走高。此外，去中心货币（如比特币）地位不断提升也将对黄金价格造成一定扰动。综合来看，预计 2025 年黄金价格仍有望维持涨势，且很有可能突破 3000 美元/盎司大关。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 6.1 COMEX 黄金期货价格走势

特朗普的能源政策及全球能源供给过剩将打压原油价格，贸易战重启也将对原油需求产生负面影响

自 2022 年俄乌冲突爆发后创下近 130 美元/桶的高点后，国际原油价格近年来总体呈波动下行态势，2024 年则在 80 美元/桶附近小幅波动，平均价格较上年降低了 2 美元左右。

展望 2025 年，特朗普的能源政策或将对原油市场产生深远影响。特朗普上任之后立即宣布进入国家能源紧急状态，撤销环境保护措施，大力发展石油和天然气产业。这一系列政策或将显著增加美国的原油供给，进一步加剧全球能源市场的供给过剩局面。此外，特朗普还曾两次公开敦促 OPEC+ 降低油价，但 OPEC+ 仍保持谨慎。未来沙特、俄罗斯等核心成员国通过减产协议支撑油价的意愿和能力仍是影响原油供给的重要因素，俄乌冲突、巴以冲突等地缘风险事件的走势也将给原油供给造成一定扰动。从需求端来看，贸易战重启将对原油需求产生负面影响，可再生能源、电动汽车的普及以及各国碳中和政策的持续推进或将进一步抑制原油需求。在上述因素共同作用下，预计 2025 年国际原油价格将持续承压，布伦特原油价格大概率将在每桶 60 美元至 80 美元之间波动。



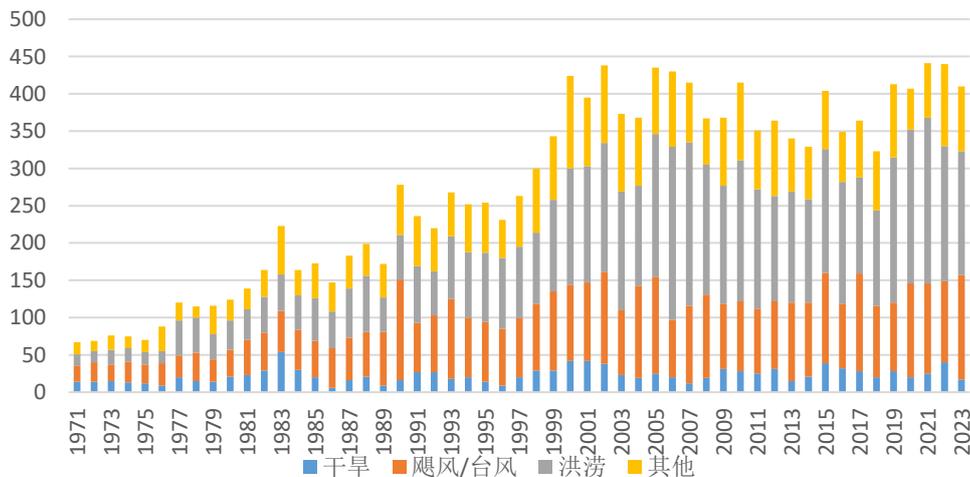
数据来源：Wind，联合资信整理

图 6.2 布伦特原油期货价格走势

七、 气候风险或将更加突出，全球 ESG 主流化趋势仍不可阻挡

极端天气事件频发，气候风险或将更加突出，并对金融市场产生较大影响

近年来，全球气候问题日益严峻，全球每年发生自然灾害（包括干旱、洪涝、飓风/台风等）的频率已从上世纪 70 年代的 100 起左右大幅上升至近年的 400 起左右。2024 年全球经历了有记录以来最炎热的一年，同时伴随着极端天气事件频发，从年初非洲南部和中美洲的持续干旱，到年末西班牙的灾难性暴雨和北美东海岸接连发生的致命飓风。2025 年伊始，洛杉矶特大山火燃烧半月有余，烧毁超过 12000 座建筑，是美国历史上损失最严重的自然灾害事件之一。



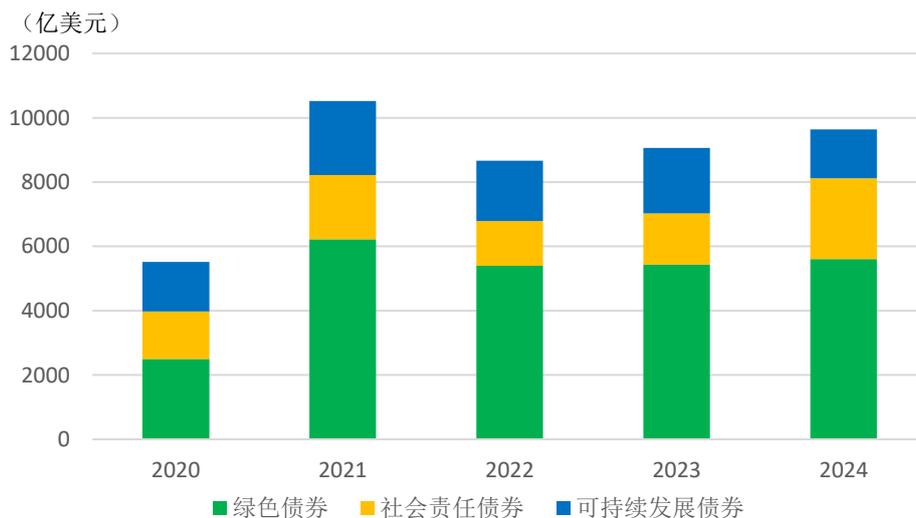
数据来源：OurWorldinData，联合资信整理

图 7.1 全球自然灾害发生频率走势

极端天气事件导致的经济损失不断增加，使得保险赔付压力巨大。以洛杉矶大火为例，总损失可能接近 500 亿美元，保险公司需赔付超过 200 亿美元。随着类似事件的增多，保险公司可能提高保费或退出高风险地区业务，甚至可能导致一些保险公司破产，进而引发金融市场的动荡。从中长期来看，气候变化引发的极端天气事件可能导致局部地区的经济活动停滞，进而影响到全球供应链的稳定。如果多个高风险地区的经济同时受到冲击，可能会引发全球金融市场的连锁反应。

近年来全球 ESG 投资趋势出现一定退潮迹象，在特朗普当选美国总统以及未来经济增长不确定性增大的背景下部分国家反 ESG 浪潮或将持续，但从中长期来看全球 ESG 主流化趋势仍不可阻挡

近年来，受监管趋严、反 ESG 情绪上升等因素影响，全球 ESG 投资趋势出现一定退潮迹象，ESG 债券发行规模、ESG 主题基金等均出现不同程度的缩水。具体来看，根据 MainStreet Partners 的数据，全球绿色、社会 and 可持续债券（简称“GSS 债券”）在 2021 年创下逾 1 万亿美元的历史新高后随即出现明显下跌，近两年则呈缓慢增长态势。另据晨星的数据，截至 2024 年 9 月底，全球可持续基金规模达到近 3.3 万亿美元，尽管较 2023 年底增长约 10%，但据 2021 年 9 月底创下的近 4 万亿美元高点仍有较大差距；另一方面，2024 年前三季度全球可持续基金吸引资金流入规模同比减少逾四分之三，全球新发可持续基金也同比减少了近一半，均显示出全球投资者对 ESG 投资的热情有所减退。



数据来源：MainStreet Partners，联合资信整理

图 7.2 全球 GSS 债券发行走势

展望 2025 年，特朗普在上任后立即宣布进入国家能源紧急状态，结束拜登政府“绿色新政”，退出“巴黎气候协定”，同时推出加大传统能源开采、撤销电动车优惠政策等政策。这种政策转向与 ESG 倡导的可持续发展理念背道而驰，可能会削弱美国在可再生能源和环境保护方面的努力。另一方面，由于未来经济增长的不确定性加大，部分企业和投资者可能更关注短期经济利益，而非长期的可持续发展目标。在此背景下，一些传统能源企业和高碳排放行业可能会因 ESG 标准的限制而面临融资困难，从而推动反 ESG 浪潮的兴起。

但从中长期来看，随着技术的进步和成本的降低，可再生能源在全球能源结构中的占比预计将持续上升。根据国际能源署（IEA）发布的报告，2025 年可再生能源发电量将占全球总发电量的三分之一以上，首次超过煤炭成为全球最大的发电来源。另一方面，尽管反 ESG 浪潮可能会在部分国家延续一段时间，但在全球气候风险持续上升的背景下，预计全球大多数国家对可持续发展的重视程度将不断提高，再加上监管机构不断完善 ESG 相关的法规和标准，预计将有越来越多的企业和投资者更加积极地践行 ESG 理念，全球 ESG 主流化趋势仍不可阻挡。

八、 全球供应链重构或将加速，新一轮科技革命和产业变革蕴含着巨大的机遇和挑战

在贸易保护主义再度兴起的背景下，全球供应链重构或将加速

近年来，全球供应链的布局不再仅仅基于成本和效率的考量，而是更加注重安全和政治因素，呈现出区域化及多元化的发展态势。具体而言，美国等国家大力推进“近岸外包”，支持本国企业加大在周边邻国生产布局，缩短供应链距离。《美墨加协定》《区域全面经济伙伴关系协定》等大型自贸协定的实施加强了区域内国家间的产业分工联系，全球供应链区域化发展态势更为明显。与此同时，跨国公司为了降低供应链风险，减少对单一国家或地区的依赖，加快了供应链多元化布局的步伐。

展望未来，随着特朗普上台后重启“贸易战”，全球供应链重构或将加速。具体而言，出于减少贸易逆差、增加本土就业、提高供应链安全性等目的，美欧等发达国家将继续推动战略性产业和制造业核心环节回归本土，本土化或将取代区域化成为全球供应链重构的主流，此前受益于供应链区域化的一些发展中国家可能会受到一定程度的影响。

例如，墨西哥作为美国近岸制造承接地，近年来吸收了大量来自美国和加拿大的外资，其中超五成流向制造业，但随着特朗普上台后宣布对来自加拿大和墨西哥进口商品征收 25% 的关税，或将促使美国部分制造业企业回归本土生产，墨西哥承接美国

制造业的趋势可能会有所放缓。

新一轮科技革命和产业变革蕴含着巨大的机遇和挑战

近年来，以人工智能、大数据、云计算为代表的颠覆性创新技术不断涌现，推动信息技术产业、新能源产业、新材料产业等新兴产业快速发展，同时这些新技术与传统产业深度融合，推动传统产业向智能化、绿色化方向转型升级。

展望 2025 年，全球各国在新兴科技及产业方面的投入有望不断加大，各国之间的竞争也将日趋激烈，尤其是在人工智能（AI）领域。具体来看，特朗普上台后随即推出了规模高达 5000 亿美元的“星际之门”计划，旨在通过加强 AI 基础设施建设巩固其全球科技领导地位。另一方面，中国 AI 初创公司 DeepSeek 的横空出世有望打破美国在 AI 领域的垄断地位，中美之间的大国博弈或将迈入新的阶段。

另一方面，AI 技术的未来发展可能面临诸多风险和挑战：一是深度发展及应用带来的不确定性。尽管 AI 技术在近年来取得了显著进展，但随着技术的不断深化，其发展速度可能逐渐放缓。此外，AI 技术发展还可能带来社会与伦理问题（例如传播虚假信息、侵犯隐私等）、技术失控与安全风险等。二是 AI 泡沫存在破灭的可能。当前，AI 领域的投资热潮导致相关企业估值大幅上升，但这种增长可能并不完全基于实际价值，也无法与实际盈利能力相匹配。一旦 AI 领域的巨额投入无法证明其合理性或取得明显经济成效，又或是监管政策调整对 AI 行业的发展造成重大影响，AI 泡沫有可能像 2001 年的互联网泡沫那样出现破灭，从而对全球金融市场及实体经济造成冲击。

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

相关研究

[【专项研究】2023 年全球信用风险八大展望](#)

[【专项研究】2024 年全球信用风险八大展望](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。