

研报精选

2025年9月7日 第237期

宏观专栏

地缘经济论|前言 关于地缘经济的几点宏观思考

报告认为，新一轮地缘竞争更多依赖经济手段实现经济和非经济目标，就其对宏观政策理念和框架的影响而言，一是规模经济在国际贸易和全球产业链的重要性上升，二是科学技术成为国家之间竞争的核心领域，三是货币非中性可能有新的载体和体现形式。

美国最大风险仍是“类滞胀”

报告认为，美国在关税与移民政策双重作用下，短期内需求与供给均受抑制，中期则可能形成结构性通胀。消费信心下降、企业投资意愿下降、以及债市信号的背离，都已显现出“类滞胀”的特征。

专题聚焦

美债季报：财政主导下的美债与流动性

报告认为，市场对9月美联储降息的预期可能显示市场正在逐步接受一个“财政主导、货币配合”新政策模式的形成。未来一两年如果财政主导逐步实现，长端利率的平均水平可能被压低。

泰国：下半年或需加强逆周期调节

2025年2季度泰国实际GDP同比增长2.8%。报告认为，出口大幅增长支撑上半年GDP增速，预计下半年出口增速放缓。在通缩风险和信贷收缩下，泰国下半年货币宽松政策或将持续。

宏观专栏

前言 关于地缘经济的几点宏观思考

近年来，地缘经济学逐渐从一个学术概念演变为全球经济和政策讨论的热门话题。国际经济秩序从全球化时代以合作为基调转向竞争，与传统的地缘政治博弈不同，新一轮地缘竞争更多依赖经济手段实现经济和非经济目标。中金研究院与中金公司研究部联合撰写这篇主题报告，围绕地缘经济竞争的内涵、形式、载体和影响展开分析，并探讨可能的应对政策。本文就地缘经济竞争在宏观层面的体现和含义提出一些思考。

一、从地缘视角看宏观经济政策理念的转变

自1970年代末起，以新古典经济学为核心的经济自由主义理论体系占据主导地位，世界经济呈现全球化和金融化两大趋势。其理论支柱包括几个方面。首先是货币中性假说，货币量的变化仅影响物价总水平，不影响经济增长，市场交易活动形成的相对价格引导资源有效配置。在货币中性假设的基础上发展出金融市场有效假说，相信金融市场能够把储蓄有效转化为投资。在国际经贸关系方面，则是以比较优势贸易理论为基础，强调全球各国通过分工与贸易来实现福利最大化。

在上述理论基础上，过去几十年经济自由主义时代的宏观政策实践，可概括为“通胀目标制+浮动汇率制+贸易和金融自由化”的组合。宏观政策以控制通胀为首要目标，低通胀即代表内部宏观经济稳定，央行被赋予货币政策独立性，财政政策以平衡和小政府为导向，尤其强调避免财政赤字货币化。汇率制度则依赖市场定价机制，期望通过汇率浮动自动调节国际贸易部门的失衡，进而实现外部宏观经济的稳定。此外，政府部门倡导两类结构性政策，一方面是贸易自由化，如WTO框架下的多边贸易体系，另一方面放松金融监管，推动资本账户与金融市场开放。

这一宏观政策框架促进了经济全球化和金融化，前者最具标志性的事件就是2001年中国加入WTO，后者则以美国为代表，虽然金融化（financialization）

一词存在争议，但一个基本的体现是金融部门在整体经济中的比重上升。从宏观经济效果来看，全球范围内通胀率显著下降，但也有两个方面的问题。一是金融危机发生的频率增加。二战后的头三十年世界范围内没有大的金融危机，从1980年代拉美债务危机开始，全球经历了1990年代亚洲金融危机，2008年美国次贷危机，以及2010年欧债危机。二是贫富差距扩大。美国最富有的前1%群体所拥有的金融资产占比从1990年初的25.7%提升至2024年底的34.9%¹。

在这样的背景下，对新古典经济学的反思促使经济政策发生变化。2008年全球金融危机后，贸易保护主义抬头，金融监管加强，从特朗普1.0到2.0，叠加新冠疫情与俄乌冲突的影响，过去我们熟悉的全球化在逆转。尽管“逆全球化”这一表述存在争议，但无论如何，当下的全球经济格局已与过往的“世界是平的”、“历史终结论”等认知产生了根本性背离。即便是在应对气候变化、推动绿色转型这样全球拥有较多共同利益的问题上，近期欧美拥护贸易保护主义和地缘竞争的声音也在增多。

传统上学术界和政策界强调经济政策和举措聚焦于实现两大经济目标，效率与公平。地缘竞争使得非经济目标也被纳入考量，包括国家安全和地缘影响力。就地缘经济对宏观政策理念和框架的影响而言，有三个方面值得探讨。

第一、地缘竞争凸显规模经济在国际贸易和全球产业链的重要性。传统的贸易理论强调基于资源禀赋差异形成的比较优势，比如发展中国家专注于劳动密集型产业，发达国家聚焦资本、技术密集型领域。在现实中，规模经济效应驱动产业内分工，能更好解释美国、欧洲和日本等发达国家之间的贸易，以及中国作为贸易大国的崛起。1980年代初，经济学家克鲁格曼提出以规模经济和不完全竞争为基础的新贸易理论，其政策含义是政府应该支持具有正外部性的新兴产业，使其快速扩大规模，降低成本，提升竞争力。在全球化时代，小型经济体可通过参与全球分工来实现规模经济效应。而在逆全球化时代，规模经济不仅是效率的来源，也赋予大国以地缘竞争的优势。

¹ 数据来源：美联储圣路易斯分行 <https://fred.stlouisfed.org/series/WFRBST01112>

第二、科学技术成为国家之间竞争的核心领域，一个含义是政府的角色增强。大国日益重视争夺在关键技术如人工智能、量子计算、生物技术等方面的主导权。知识生产和发明创造有规模经济和外部性的特征，前者意味大国更有能力进行研发投入也有更大市场激励创新，后者要求公共政策的干预。创新有外溢效应，其正外部性意味市场自发创新投入不足，政府的支持有利于提升整个社会的福利。地缘竞争意味领先者可能试图限制技术的外溢，阻碍技术进步正外部性的发挥。

第三、货币非中性可能有新的载体和体现形式。货币投放有先有后，先投放的领域受益最多，可能导致经济结构扭曲，影响整体经济。以中国为例，在本世纪头几年，财政投放货币主要通过贸易顺差对应的外汇占款体现，其结构含义是制造业最受益；制造业有规模经济效应，货币非中性对整个经济有益。2008年以后，货币投放主要靠银行贷款，房地产作为信贷的抵押品最受益，而房地产存在典型的规模不经济问题，其过度扩张挤压其他行业，带来经济结构扭曲，最终泡沫破裂和债务问题损害整体经济。地缘竞争带来新的挑战，要求各国在供给端应对“卡脖子”风险，在需求端应对关税等贸易保护措施。地缘经济如何折射到内部的财政和金融的关系，这是理解中国乃至全球宏观变局的重要一环。

二、逆全球化：供给约束增加

长期经济增长主要取决于经济的供给能力，或者说资源配置的效率。基于规模经济效益的分工是促进过去几十年全球贸易大幅扩张的重要力量，是经济全球化提升效率的关键载体。从空间维度看，规模经济有集聚与扩散效应，一方面要素的集聚带来规模经济和范围经济，尤其是人与人的互动有助于产生与传播新思想、新技术，形成生产和创新中心，另一方面，技术进步尤其数字经济模式缩短距离，支持专业化分工在空间布局上的扩散。规模经济带来的分工是动态的：中心化和全球产业链看似方向相反，却紧密相连，提升了全球经济的供给能力。

在提升效率的同时，全球产业链分工带来的相互依存也为利用经济手段达到非经济目标提供了可能。在地缘竞争的新形势下，贸易保护主义、技术出口限制等手段限制了规模经济效应的发挥。特朗普2.0的关税政策使得美国的平均关税水平大幅增加，由此可能开启了关税作为经济和非经济竞争手段的时代。虽然一国总体的贸易差额由宏观经济平衡比如储蓄率、投资率决定，但主要经济体关税的变化可以导致全球贸易格局发生变化，由此带来的产业链重构可能导致效率损失。由于关税具有重复征税的特征，其水平上升导致产业链碎片化，从而影响全球经济供给能力的增长。

在关税之外，产业政策也在助力美国等西方国家推动的“再工业化”，导致这些国家的制造业投资增加。从全球范围看，在供给侧存在重复建设和效率低下之虞。例如，美国《2022年芯片和科学法案》试图在本土推动半导体制造投资建厂，但是其产能利用率仍低于亚洲同类工厂，本质上是以牺牲效率换取供应链安全。

地缘竞争的抓手是做大自己的规模，做小对手的规模。就中美两个大国而言，中国是贸易顺差国、美国是逆差国，中国更拥有最大的制造业体系，美国的目标是提升自己的制造业产能，以降低对中国这个制造业中心的依赖。这种“去中心化”努力的经济激励机制则体现为美国的价格上升压力引导增产能、中国的价格下降压力引导去产能。近几年，美国通胀上升，而中国则面临价格下行压力，似乎符合“去中心化”的方向。但价格变化反映多方面因素的影响，不仅有关税的影响，也有中美各自内部需求的作用。对中国来讲，宏观政策如何应对需求不足的问题，不仅关乎国内经济平衡，也有地缘竞争的含义。

在地缘竞争阻碍全球分工和贸易的同时，技术进步和相关的商业模式演变带来促进规模经济的力量，有两个方面尤其值得关注。一是绿色转型意味着能源生产从规模不经济转向规模经济。化石能源依赖自然资源禀赋，类似土地，具有规模不经济的特征：例如，开采油矿或煤矿往往从成本较低的地方开始，随着开采深度和距离增加，成本逐步上升。绿色能源属于制造业，具有产量越高、单位成本越低的规模经济效应。同时，采矿业与土地相关，天然地带有壟

断属性，可竞争性不足；而制造业，比如汽车、光伏组件和风电设备等可竞争性强，竞争促进效率提升。

另一个趋势是数字经济的发展。非竞争性的特征使得数字经济的规模效应比传统的工业经济更高，尤其是网络效应增强了规模经济和范围经济的空间。大数据降低信息不对称，共享经济提升存量资本的产出，增加了有效的资本供给。人工智能、机器替代人和赋能人增加劳动力的有效供给，有助于缓解人口老龄化带来的劳动力供给减少问题。

以上两股力量，科技进步和新兴产业发展促进规模经济，地缘竞争则限制规模经济的空间，从全球的总量结果来看，哪个力量更大有待时间的验证。结构的差异可能更值得关注，一般来讲，大国相对于小国有优势，人口和经济大国本身有更大的潜力实现规模经济，空间大国则受土地规模不经济带来的约束较小。就大国之间的互动而言，科技创新和产业创新是动态的规模经济效应的根本来源，也是地缘竞争的关键领域。知识具有公共品属性，创新的外溢效应及其对规模经济的影响尤其值得重视。

三、地缘技术经济学

在地缘经济学之外，近几年学术文献中还出现了一个相关的新词——“地缘技术经济学”，它反映了科技在地缘竞争新形势下的重要性。大国在高科技领域的博弈尤为显著，半导体、人工智能、量子计算等技术被视作关乎国家安全的战略资源。例如，美国通过出口管制限制中国获取先进芯片技术，中国则加速推进自主创新和本土替代战略。全球供应链从效率优先转向安全优先，技术自主性、技术标准制定权成为地缘经济竞争的新焦点。能源技术革命重塑全球权力结构，美国页岩油技术突破增强其作为产油大国的地位，而中国在新能源的全产业链优势改变了能源地缘格局。

即使在欧美这样的盟国之间，科技竞争的意识也在增强。过去，欧盟高度依赖美国科技公司的基础设施、技术和商业模式。亚马逊、微软和谷歌控制着

超过三分之二的欧洲云计算市场²，谷歌和苹果在欧盟的手机操作系统中占主导地位，欧洲人使用的社交媒体平台大多是美国拥有的，OpenAI的ChatGPT是欧洲市场份额领先的人工智能聊天机器人。美国科技企业的市场主导地位给美国带来垄断租金收益，加剧了欧洲对数字时代隐私和数据安全的焦虑，甚至引发欧洲对美国科技公司在欧洲运营中断的风险的担忧。

如何看待科技在地缘经济竞争中角色？如何从经济视角看技术限制和封锁的有效性？关键是理解创新的规模经济和外部性对价值创造和价值攫取的含义。现代经济中众多个人和公司从事创新活动，发明者和创新者在为社会提供新的商品和服务或者改进流程降低成本的同时，自己也获得收益，其载体可能是知识产权如专利、版权和商标带来的收益，也可能是商业秘密或者先发者优势形成的竞争壁垒。这种通过创新活动获取的垄断收益在经济学文献被称为“熊彼特利润”。熊彼特利润越大，个体创新的动力越强。耶鲁大学经济学教授William Nordhaus基于美国1948-2001年的数据估算显示，创新者最终仅收获2.2%的创新价值，其余绝大部分由社会获得，主要体现为消费者享受更低的价格或更丰富的品种。Acemoglu et al. (2022) 的研究显示，真正推动长期增长的往往是少数根本性的发明³，这些发明后续带来大量增量改进，因此其社会价值远超专利持有人短暂获取的收益。

熊彼特利润低的根本原因是知识的公共品属性，大量价值通过溢出被消费者和后进创新者共享，使得创新的垄断收益难以持续，这带来几个含义。一方面，行政干预措施阻碍跨国知识和技术外溢，从而削弱技术进步的外溢效应，并损害全球的供给增长。另一方面，公共品属性本身也限制了技术封锁的效率。在今天的信息和数字时代，信息传递成本低，对于显性知识的封锁比以前困难得多。在一些具体技术领域，“卡脖子”在一段时间可能起作用，但更重要的还是要看被限制方的学习、迭代和创新能力，这又和规模经济有关。

² Draghi, M.(2024). The Future of European Competitiveness. https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en

³ Acemoglu, Daron, Ufuk Akcigit, and Murat Alp Celik. (2022). Radical and Incremental Innovation: The Roles of Firms, Managers, and Innovators. *American Economic Journal: Macroeconomics* 14 (3): 199–249.

回顾美苏竞争时期，技术封锁无法阻断基础科学知识的传播，技术的溢出缩短了苏联和西方世界的技术差距，但西方国家在一些关键通用设备与工艺方面的限制拉大了苏联在半导体、数控机床、航空电子等领域的技术与产业发展落差。主要问题不是在技术封锁本身，而是苏联自身经济体制的僵化。苏联在技术上虽然获得了外溢，但自己没有推动技术持续迭代更新的需求演化和面向市场的产业结构，比如推动美国计算机产业演化的是美国民用产业，结果是苏联即便获得技术外溢，也只能跟着美国亦步亦趋的追赶。苏联有规模，但市场经济的缺失使得其不能实现规模经济，尤其缺失消费需求对创新的促进作用。

知识外溢效应的另一个含义是，个体的创新投入之和往往低于社会理想水平，导致社会的创新动能不足，需要政府的干预，例如为创新提供补贴。在地缘竞争的新形势下，科技的重要性不仅是在于促进经济增长，也有国家安全等地缘考量。为了争取技术制高点，各国政府支持创新的支出增加，有利于缓解外部性导致的全社会研发投入不足的问题。在地缘竞争的新形势下，政府的投入不仅体现在对科技与新兴产业发展的支持上，还有更广层面的载体，比如国防开支上升，一个重要的含义是财政相对于金融的作用增加。

四、去金融化：财政的作用增加

去金融化的最直观的体现是金融制裁增多。本报告最后一章显示，美国每年新发起的金融制裁数量从2010年的3起，增加至2018年特朗普1.0政府时期的15起，再到2023年的48起⁴。具体手段上，美国依托其全球货币和金融霸权地位，实施了包括将部分国家剔除出SWIFT体系和资产冻结等举措。

除了金融制裁，去金融化还有更深层次的表现，即全球经济需求侧的新趋势：金融的作用下降，财政的作用增加。这一点可从货币投放的视角来理解。货币供给有财政和信贷两个投放渠道，货币政策、财政政策和金融监管都可能对这两个渠道产生影响。从最终结果来看，货币供给对经济总需求的作用主要通过财政赤字或新增贷款来实现。如果财政扩张导致财政渠道投放货币增加，

⁴ 资料来源：Global Sanctions Data Base。

要避免货币供大于求导致通胀，信贷渠道投放货币就需要受到制约，带来所谓“金融压抑”。

过去十几年，美国财政赤字率从2007年的1.1%升至2024年的6.3%⁵，这中间有周期性波动，也有外生冲击比如新冠疫情带来的影响，但总体趋势是向上的。财政扩张对货币投放的影响有两个阶段。在次贷危机后，房地产泡沫破裂和债务紧缩导致经济衰退，信贷需求疲弱，叠加金融监管加强对信贷供给的限制，作为对冲，财政扩张带来赤字增加，美联储量化宽松，实际是通过购买国债投放货币。这种财政赤字货币化对促进危机后美国经济的复苏起到重要作用。另一方面，伴随经济复苏的信贷复苏的力度并不强，本轮金融周期的上行幅度比次贷危机前的那一轮扩张期小。

在新冠疫情冲击下，美国财政扩张的力度更是二战后罕见，同时美联储购买国债投放货币带来货币超常规增长，导致通胀压力大幅上升。为控制通胀，美联储大幅加息，融资成本上升约束了房地产和信贷需求的增长，美国的金融周期似乎出现拐点、进入下行期。也就是说，次贷危机后的这十几年，财政扩张（带来高利率）叠加金融监管挤压了信贷增长，导致美国的金融顺周期性下降，而财政投放货币增加。

针对“大而美法案”的影响，市场普遍预期未来十年美国财政赤字率仍将维持在较高水平。从发达国家的七国集团来看，财政赤字目前平均约是GDP的6%，政府债务超过GDP的100%⁶，是本世纪以来的最高水平。由于人口老龄化、气候变化和地缘竞争的影响，我们预计政府债务或将进一步扩张。

财政扩张的一个新动向是越来越多的国家增加国防开支，这对需求有拉动作用，但供给侧无法直接形成服务民生的产能。就安全本身而言，国防开支增加具有零和博弈的属性，如果各国都增加军费支出，地区安全风险往往不是下

⁵ 数据来源：美联储圣路易斯分行 <https://fred.stlouisfed.org/series/FYFSGDA188S>

⁶ 数据来源：世界银行 <https://data.worldbank.org/indicator/GC.DOD.TOTL.GD.ZS>, <https://countryeconomy.com/deficit>

降而是上升的。因此，从全人类福祉的角度来看，国防开支拉动需求但不增加供给。

近期另一个值得关注的动向是稳定币的宏观含义。美元稳定币可能导致其他国家对美元的需求上升，发行机构在负债端增加稳定币供给的同时，在资产端体现为对美国国债需求的增加。后者的宏观效果是无风险利率下降、美元升值同时发生，进而促进美国的内需，增加通胀和贸易逆差。在这样的情形下，维护宏观经济平衡要求融资条件紧缩，可能是通过美联储加息或者风险溢价上升来实现。从本质来看，美元稳定币是财政投放货币，是美国政府信用在私人机构狭义银行的推动下在全球范围的扩张。

总之，在以美国为代表的西方国家，财政主导力量在增强。和信贷增长相比，财政扩张带来的货币增长对消费的促进作用更大，这是因为政府的债务对应的是私人部门的资产，而信贷并不增加私人部门的净资产。财政对金融功能的挤压在增加短期需求的同时，也埋下通胀中枢上移等风险。从地缘经济角度看，需求大于供给不仅带来通胀上升，也可能体现在贸易逆差上升，这和特朗普政府降低美国贸易逆差的目标是相违背的。

和美国比较，中国的金融周期顶部大约晚十年，以2017年加强金融监管为标志，金融周期进入下半场，先体现在信贷（包括影子银行信贷）规模紧缩，2021年以来房地产价格下跌加剧了信贷和地产之间相互促进的顺周期下行。在这样的背景下，财政政策趋于积极，尤其是应对新冠疫情的冲击，但总体来看财政扩张对总需求的拉动作用有限。表面上看，2025年中国的广义赤字率预计将达到GDP的13%，比2024年增加1.6个百分点，在过去10年，仅低于2020年应对新冠疫情时的水平。为什么较大力度的财政扩张对经济需求的拉动效果显得相对有限？

一个可能的解释是非金融私人部门（包括地方融资平台）的还本付息负担处于较高水平。近几年非金融私人部门还本付息占新增信贷的比重在70%以上，还本付息支出占GDP比重在30%以上。在此背景下，财政扩张带来的货币投放，可能更多被非金融私人部门的还本付息需求所挤占，因而未能形成对最终总需

求的有效拉动。换一个角度看，如果把地方融资平台看成广义财政的一部分，近几年赤字率是下降的，意味财政对总需求是紧缩的影响。但地方平台的融资条件并没有享受政府信用，实际上是商业融资条件，更应该被看成非政府信用债务。考虑到这样的背景，促进国内需求需要更大力度的财政扩张和更大力度的债务负担化解。

五、两个规模经济之争

相较于过往的互利共赢，地缘经济竞争更具零和博弈色彩，一方的收益往往以另一方的损失为代价。同时，经济体量绝对规模的重要性上升。过去，即便一国经济体量不大，只要人均收入与消费水平较高，就能实现“小而美”的发展，社会福利与生活质量有所保障。在地缘竞争的“丛林法则”指导下，经济总量规模不仅关乎国家安全，也是经济竞争优势的来源，小型经济体通过参与全球分工实现规模经济的空间下降，大型经济体自身的规模效应优势凸显。未来的地缘经济竞争格局将主要以中美两大经济体为核心，可解读为两个规模经济之争。

我们可以从制造业、数字经济与人工智能、货币金融三个维度思考地缘经济竞争下规模经济的演变及其对全球资源配置的影响。在这一方面，中美各有优劣势。首先，作为全球最大的制造业中心，中国得益于制造业的规模经济效应，也通过参与国际贸易和产业分工，为全球经济效率提升做出贡献。一个突出例子是中国绿色产业，其规模在世界范围内处于领先地位。绿色产业是制造业，规模经济效应和市场竞争促使生产成本和价格持续下降，从而使全球受益。制造业需要物流、基础设施等配套的公共服务，后者同样呈现规模经济效应，使用的人越多，单位成本越低。例如，中国的高铁、通信、物流等较为发达，均与中国人口众多、经济体量大有很大关系。

从全球产业链和国际贸易格局的三个核心决定要素——资源禀赋（劳动力成本）、规模经济效应、交易成本——来看，中国最大的优势已不再是劳动力成本低，而是规模经济带来的竞争优势。美国为了实现其再工业化、降低对中国的制造业中心的依赖的目标，通过提升跨国交易成本来降低进口商品的竞争

力,当下的主要工具是关税。美国之所以能利用关税作为地缘经济竞争的手段,是因为其有全球最大的消费市场,而且其需求大于供给。就规模而言,中国的优势在于生产(供给),美国的优势在于消费(需求)。

其次,在数字经济领域,大型平台和科技企业主要在中美,中国的数字经济主要依赖本身的人口规模和经济规模,美国的数字经济则覆盖其他国家。有别于制造业,数字经济的竞争程度不够充分,其规模经济和范围经济容易导致市场势力和垄断地位,从而给美国在全球范围内带来垄断租金。

在AI的发展上,中美两国处于领先地位,美国在算力上拥有优势,并试图通过限制先进半导体出口来阻碍中国人工智能的发展,中国的比较优势在于人才。以本科学习所在地衡量,全球AI人才的最大来源地是中国,而最大工作地是美国;但近年来AI人才回流中国的趋势较为明显。就未来发展而言,AI的应用或者说需求侧的动力是关键,特别需要关注的领域包括具身智能和自动驾驶、医药健康、金融科技。

第三,货币金融领域也呈现规模经济特征,尤其网络效应容易带来垄断和先发优势。作为国际储备货币,美元给美国带来超越其实体经济相对体量的“过度特权”⁷,包括有能力深度影响SWIFT等国际金融基础设施。美国通过美元的国际货币地位向全球收租,进而支撑了美国国内的消费需求,对其他国家而言是一种净成本。从非经济的视角看,在零和博弈时代,美国依托其在货币金融领域的垄断定价能力,帮助其获得对全球经济更强的影响力。

总之,中国在制造业等实体领域拥有规模经济优势,体现为强劲的供给能力,中美在数字经济和人工智能领域都处于世界领先地位,但美国数字产业在其他国家的延伸带来额外的规模优势。此外,美国在货币金融的规模经济和网络效应更是其他国家包括中国无法比拟的。数字经济和国际货币的规模经济天然和网络效应联系紧密,给美国带来垄断利润,使其在全球创新和经济增长的收益分配中占据有利地位,并由此使其在经济的需求端具有更大的规模优势。

⁷ Gourinchas, P. O., & Rey, H. (2022). Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty.

在地缘经济竞争的新形势下，在宏观层面中美各自需要补自己的短板，美国需要更加重视供给，中国需要更加重视需求。

中国经济当前呈现分化态势，有必要推动财政扩张。如果看创新、制造业、人工智能，中国经济显示出较好的发展新动能；但从内需、房地产、消费需求疲弱来看，经济增长持续面临下行压力。在此宏观背景下，财政扩张对于维持经济平稳增长、支持新旧动能转换十分有必要。财政扩张不仅是金融周期下行的内在要求，也是应对地缘经济竞争的关键。

2025年是中金研究院成立5周年，过去5年，围绕新发展理念的五个关键词“创新、协调、绿色、开放、共享”，中金公司研究部和中金研究院每年联合发布系列深度报告，主题涵盖数字经济、碳中和、科技创新、橄榄型社会、大国产业链、“一带一路”倡议、人工智能等。我们期待通过这些研究，为各界思考、研讨新发展阶段的关键问题贡献一份绵力。作为影响未来全球经济 and 政策走向的一个重要议题，地缘经济同样涉及新发展理念的多个方面，本报告是我们的最新研究成果，希望对促进相关问题的分析和讨论有帮助，有偏差和不当之处欢迎读者批评指正。

以上观点来自：2025年9月4日中金公司已发布的《前言 关于地缘经济的几点宏观思考》

彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

美国最大风险仍是“类滞胀”

我们认为美国经济最大风险仍是“类滞胀”。在关税与移民政策双重作用下，短期内需求与供给均受抑制，中期则可能形成结构性通胀。消费信心下降、企业投资意愿下降、以及债市信号的背离，都已显现出“类滞胀”的特征。政策层面，美联储降息可能带来短暂缓冲，但难以改变结构性因素，甚至可能强化通胀粘性。历史经验表明，“滞胀”并非单纯的周期性现象，而是政策、结构与市场预期共同作用的结果。在这一背景下，需要警惕美国经济的潜在风险溢出，以及金融市场可能因此面临的波动。

1、关税与移民政策的交替影响

我们在此前报告中已经指出，美国正步入“高关税、高利率”的“双高”时代（参考《[美国经济面临“类滞胀”](#)》）。最新数据显示，这一政策组合仍在延续。8月以来，美国并未达成新的关税削减协议，反而将对印度进口商品的关税税率提高至50%。与此同时，政府关税收入继续增加，根据财政部长贝森特近期的表述，仅今年关税带来的财政收入就将超过3000亿美元，未来或进一步增加⁸。国会预算办公室（Congressional Budget Office, CBO）最新估算则显示，关税在未来或能为财政贡献约4万亿美元的收入⁹，显著高于此前预计的2.8万亿美元。

政府关税收入增加意味着私人部门将承担更高成本。若关税由企业承担，企业利润将受侵蚀，从而压制招聘与投资需求；若由居民承担，则物价上涨，生活成本上升，实际购买力下降，最终削弱消费支出。换言之，关税对总需求具有收缩效应（因为关税本质上也是一种税收），对通胀的影响则取决于成本向消费者转嫁的程度。

⁸ <https://www.reuters.com/business/bessent-says-us-tariff-revenues-rise-substantially-focus-reducing-debt-2025-08-19/>

⁹ <https://www.whitehouse.gov/articles/2025/08/icymi-tariffs-will-reduce-deficit-by-4-trillion/>

除关税以外，美国经济还面临另一个政策挑战：收紧的移民政策。过去数年，美国劳动力供给和人口增长在很大程度上依赖移民。2021–2024年，拜登政府的边境政策较为宽松，使美国经历了前所未有的移民激增。CBO估算¹⁰，美国人口净增730万“其他外国公民”（包括无合法签证的移民及部分获得临时庇护身份的人），远高于疫情前每年约10万的平均水平。与以往非法移民潮不同，此轮涌入者中，许多人获得了临时庇护身份并取得工作许可，有效促进了劳动力供给。然而，随着特朗普政府收紧移民政策，移民流入已出现明显下降。这不仅体现在流入的减少，也表现为流出的增加（驱逐出境规模上升）。

移民放缓将削弱劳动力增长，对经济扩张形成压力。劳工部的数据显示，今年以来外国出生的劳动力人口下降，劳动参与率也同步下滑，显示劳动力供给正收缩。移民人口的下降也会削弱需求，一个渠道是消费增长动能将减弱，另一渠道是住宿需求的下降会使本已承压的房地产市场雪上加霜。达拉斯联储的一项研究指出¹¹，收紧的移民政策或使2025年美国实际GDP增速下滑0.81个百分点，PCE通胀率上升0.15个百分点。

还有一个因素值得关注，那就是中国“反内卷”政策的潜在外溢影响。过去几年，美国通胀放缓与中国PPI与出口价格增长缓慢也有关，但如果中国PPI回升，叠加关税，对美国通胀也可能带来一定推升作用。

总体而言，**关税与移民政策都属于供给冲击**，具有“滞胀”效应：短期内，“滞”的影响可能更大一些，因为关税抑制消费与投资需求、移民收紧压制就业增长；中期来看，“胀”的粘性会逐步显现，企业将关税成本转嫁消费者，劳动力供给下降将推升结构性通胀。因此我们认为，**未来一年，美国面临的最大的风险仍是“类滞胀”。**

2、调查数据显示“类滞胀”

近期经济与金融市场的多项数据已呈现出“类滞胀”的特征：首先，**消费者信心与通胀预期背离**。8月密歇根大学消费者信心报告显示，消费者对未来

¹⁰ <https://www.dallasfed.org/research/economics/2025/0708>以及<https://www.cbo.gov/publication/60875>

¹¹ <https://www.dallasfed.org/research/economics/2025/0708>

一年的通胀预期上升，但整体信心下降。8月咨商会信心指数也呈现类似走势。这种组合意味着居民对经济前景感到悲观，同时也担心未来物价难以下行。

其次，**制造业成本与投资意愿分化**。8月份，我们跟踪的五大地方联储制造业PMI价格指数普遍上升，显示企业面对的原材料成本压力加大。另一方面，企业资本开支意愿虽有所回暖，但整体仍处于低位。对比2021–2022年，当时制造业价格指数走高伴随投资意愿强烈，属于经济过热；而当前则是成本上升与投资意愿低迷的组合，这更符合“类滞胀”的特征。

第三，**债券市场的信号**。对10年期美债进行拆分可以发现，7月份以来，债券隐含通胀预期（Breakeven）上升，而实际利率则下滑。这表明，投资者在预期未来实际回报下降的同时，也在要求更高的通胀补偿。

最新的褐皮书也指出成本端价格压力上升而经济趋缓¹²：美国经济整体基本持平，仅少数地区出现温和增长，但价格压力升温，消费者支出因关税与经济不确定性等实际收入压力普遍趋弱。**波士顿联储**报告，辖区内一家服装零售商将约半数商品的价格提高了10%到15%，其他零售商提价幅度相对更小，但也称制造商承担关税的比例超过了预期。**纽约联储**报告，辖区内有几家企业表示，计划通过提价来抵消因输入品被征收关税而增加的成本，甚至有一家欧洲钢材企业称已将关税成本全部转嫁给客户。受访者越来越多地预计，未来几个月物价上涨速度将加快；与价格压力相对应的是，辖区内经济活动小幅下滑，因关税不确定性持续对企业造成压力。**费城联储**报告，辖区内所有企业通胀预期截尾均值（trimmed mean）从去年同期的3.0%上升至4.7%；同时，受访者称许多家庭收入增长跟不上物价上涨的速度。受访企业则表示，上季度以来，超过半数的客户对价格转变更为敏感。

3、联储降息未必一帆风顺

在短期就业压力加大的背景下，美联储或倾向于率先降息。鲍威尔在Jackson Hole会议上的讲话阐述了美联储的政策“反应函数”，强调了应对就业

¹² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/beigebook202508-summary.htm>

下行风险的必要性。然而，随着通胀粘性逐步显现，风险平衡可能发生改变，美联储的政策焦点也可能不得不重新回到通胀控制上。这意味着美联储降息的幅度未必很大，过程也可能比市场预期的更为曲折（参考《[美联储为何不能大幅降息？](#)》和《[不宜过度解读鲍威尔的“鸽”](#)》）。

历史经验表明，“滞胀”的形成往往并非单纯的周期性现象，而是政策、结构与市场预期共同作用的结果。上世纪70年代发生“大滞胀”，表面看是因为中东国家实施原油禁运推高了油价，但实际上还有更深层次的因素，包括：货币政策过度宽松，消费者通胀预期失控；人口高速增长，社会福利政策扩张，居民的刚性需求旺盛；工会力量强大，工资刚性上升；尼克松政府采取的物价管控措施降低效率；布雷顿森林体系崩塌导致美元贬值等。

如今，美国同样面临政策与结构性挑战：财政政策相对宽松，赤字居高不下；特朗普政府试图干预货币政策；关税大幅上调，且有常态化、制度化趋势；全球供应链重构，生产运转效率降低；人口老龄化加剧，劳动参与率下降；移民政策收紧可能长期存在；市场对于美元贬值形成预期等。我们认为，这些因素或将制约供给，使供给冲击出现得更加频繁。因此，尽管我们判断美国重现“大滞胀”的可能性不大，但“类滞胀”的风险依然不容忽视。需要警惕美国经济的潜在风险溢出，以及金融市场可能因此面临的波动。

以上观点来自：2025年9月5日中金公司研究部已发布的《美国最大风险仍是“类滞胀”》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

美债季报：财政主导下的美债与流动性

8月以来市场大举押注9月开启降息，美债利率曲线整体下移，十年期利率徘徊低位。从基本面来看，经历上半年的政策冲击后，美国经济的复苏进程虽一波三折但仍在进行，在“工资-通胀”螺旋重新上行和加关税的影响下，通胀至年底前或将趋势上行，从传统货币政策思路似乎并不支持快速降息。那么市场为什么依旧预计美联储将开启降息呢？我们认为，这可能显示市场正在逐步接受一个“财政主导、货币配合”新政策模式的形成。年初以来，白宫对联储政策的打压和干涉越发频繁，并逐步渗透到对重要人事的任免方面，背后要解决的是高企的债务、持续增加的利息负担和难以收紧的财政赤字。我们预计，财政对货币的逐渐渗透，可能促使美联储逐步转鸽（参见《[若特朗普政府掌控美联储，潜在顺序及影响？](#)》）。

短期来看，在通胀上行压力较大的时刻如果依然降息，经济复苏+通胀上行可能加快，美债短端牛陡，长端熊陡。十年期利率可能在年内走高至4.8%附近，未来一两个月持续的发债潮和流动性收紧可能加速这一过程。长期来看，未来一两年如果财政主导逐步实现，美债利率曲线的中枢可能被整体压低。其中，短端利率跟随降息而走低；货币政策也可能直接（QE）或间接（放松金融监管）刺激长债需求，以压制期限溢价。但要提示的是，在经济复苏的情况下依然压低利率，我们预计通胀中枢可能将持续抬升。

以上观点来自：2025年9月1日中金公司研究部已发布的《美债季报：财政主导下的美债与流动性》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

泰国：下半年或需加强逆周期调节

泰国2025年3季度经济展望

宏观经济：出口大幅增长支撑上半年GDP增速；下半年增速或放缓

2025年2季度泰国实际GDP同比增长2.8%（2024年2季度为2.3%），超出彭博一致预期的2.4%。泰国国家经济和社会发展委员会调整全年增速预期至1.8-2.3%（此前为1.3-2.3%），在全球不确定性背景下维持谨慎乐观。通货收缩风险和信贷紧缩下，泰国货币政策仍保持宽松。8月13日，泰国央行将政策利率从1.75%下调25个基点至1.50%，为年内第三次降息。我们认为下半年货币宽松政策或将持续，主要考虑到：1）通胀下行；2）信贷收缩；3）泰铢升值（年初至今对美元升值超5%）；4）下半年增长前景更加疲弱；以及5）仍有政策空间。

政策调控：泰国将如何应对国内外挑战？

8月29日，泰国宪法法院裁定前总理佩通坦·钦那瓦违宪，解除其总理职务。当前泰国面临着多重压力，政治摩擦、边境冲突、贸易风险以及自然灾害共同带来增长挑战。然而，强劲的投资活动以及经济刺激政策释放了积极信号，有望部分削弱不利影响。上半年获批的外商直接投资申请数量达到历史最高水平，主要增长驱动力来自数字经济、电子电气以及汽车产业。5月20日，泰国通过了48亿美元的刺激计划以驱动经济复苏，政府期望拉动GDP提升0.4%并创造740万个就业岗位。

贸易格局：拓展双边关系和新市场以对冲潜在的出口放缓

2季度泰国商品出口同比增长14.8%，连续五个季度实现增长。7月31日，美国宣布对泰国商品施行19%的关税，泰国央行预计下半年出口增速放缓。然而，泰国正在积极寻求双边合作和市场多元化，已经取得的重要成果包括：1）获得金砖伙伴国地位；2）与欧洲自由贸易联盟达成自由贸易协定谈判；3）将同越南的关系提升为全面战略伙伴关系；以及4）将与印度尼西亚的双边关系提升为战略伙伴关系。

旅游产业：安全担忧持续，入境旅客人数不佳；旅游推广活动或将促进游客消费

泰国旅游业表现持续减弱。2季度海外入境旅客人数同比下降12.2%，主要是由于对安全问题的持续担忧，区域竞争（日本和越南市场份额提升），以及全球经济疲弱。泰国政府颁布了100亿泰铢（约合3亿美元）的刺激措施，主要聚焦市场推广和景区改造，以及其他推动旅游业发展的措施。根据泰国旅游与体育部，2025年远途旅客人数及占比均有望实现增长，远途游客有望带动泰国全年旅游业收入达到464亿美元。

资本市场：SET指数低点复苏，但市场情绪仍然脆弱

截至8月19日，SET指数在过去一个月内上涨3%，主要得益于市场情绪改善以及泰柬达成停火协议。2025年和2026年前瞻市盈率分别为14.0倍和13.1倍，低于历史中枢。由于EPS增速下修，当前估值倍数相较1季度有所提升。我们建议采取防御性与选择性并重的策略，重点关注以下板块：1）高股息金融和蓝筹股；2）电子和电动汽车制造；3）金融科技创新；以及4）能源转型和公共事业改革。

以上观点来自：2025年9月3日中金公司研究部已发布的《泰国：下半年或需加强逆周期调节》

吴昇勇 分析员 SAC 执证编号：S0080525070003 SFC CE Ref: BEF674
陈迪生 联系人 SAC 执证编号：S0080124040063 SFC CE Ref: BUA575
张雨欣 联系人 SAC 执证编号：S0080125040012 SFC CE Ref: BWF725
杨鑫 分析员 SAC 执证编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553
陈健恒 分析员 SAC 执证编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220
侯利维 分析员 SAC 执证编号：S0080521090008 SFC CE Ref: BLP081
王嘉钰 分析员 SAC 执证编号：S0080522110006 SFC CE Ref: BTW740

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.9.1 宏观探市：美债季报：财政主导下的美债与流动性
- 2025.9.5 海外宏观简评：美国最大风险仍是“类滞胀”

策略及大宗商品

- 2025.9.1 9月行业配置：成长风格的扩散与轮动
- 2025.9.2 A股和港股行业首选：2025年9月
- 2025.9.4 中国策略简评：成交较快上行后的短线调整，无碍中期趋势
- 2025.9.5 农产品：农桑时录（31）：9月，油粕延续震荡走强
- 2025.9.6 8月非农：降息已定，如何交易？

固定收益

- 2025.9.1 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.9.1 信用债收益率跟踪周报：债市继续波动，短端表现相对较好
- 2025.9.3 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.9.3 深度研究：债券分析的原理与策略——中金固收2025年债市宝典系列
- 2025.9.4 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.9.4 深度研究：低利差环境下的信用债投资策略——中金固收2025年债市宝典系列
- 2025.9.5 简评：风险偏好压制下债市调整，曲线陡峭化——2025年8月行业利差跟踪
- 2025.9.5 中国城投债券月报：多地陆续披露上半年化债进展——8月城投债券月报
- 2025.9.6 中国利率策略周报：全球政府债务持续扩张背景下的国债曲线牛陡化趋势

行业

- 2025.9.1 交通运输物流：航运“贤”谈（8）：亚洲区域内小型集装箱船供给紧张有望持续
- 2025.9.1 传媒互联网：电影2Q25业绩与2025暑期档回顾：业绩相对平淡，暑期档票房同比正增长
- 2025.9.1 化工：1H25业绩回顾：资本开支继续下降，周期拐点渐近

- 2025.9.1 日常消费：食品饮料2Q25业绩回顾：白酒承压，大众品经营质量提升，关注板块估值修复机会
- 2025.9.2 商业运营管理：商业运营管理1H25业绩回顾：边际向好，强者恒强
- 2025.9.2 化工：8月月报：关注基础化工行业底部向上的机会
- 2025.9.2 博彩及奢侈品：八月总博彩收入同比增长12.2%，符合市场一致预期
- 2025.9.2 证券及其他：券商2Q综述：情绪回暖下业务全面向好
- 2025.9.2 不动产与空间服务：周评#454：8月新房销售同比延续7月水平
- 2025.9.2 公用事业：迎峰度夏逐步结束，煤价/电价均有所回落
- 2025.9.2 主题研究：光伏周谈 | 硅料玻璃价格持续上涨，光伏板块迎重点关注节点（25年第35周）
- 2025.9.2 REITs：公募REITs月报（2025-8）：市场探底回升，关注风险偏好变化
- 2025.9.2 博彩及奢侈品：中场博彩收入史上最佳
- 2025.9.3 旅游酒店及餐饮：酒店：关注暑期后商旅需求恢复进程
- 2025.9.3 旅游酒店及餐饮：餐饮：分化延续，聚焦效率优化与模式创新
- 2025.9.3 银行：银行中报的经营线索——1H25业绩回顾
- 2025.9.3 电力电气设备：固态电池系列报告一：锂电皇冠上的明珠，产业化浪潮将至
- 2025.9.4 电力电气设备：风电设备1H25业绩回顾：行业盈利整体回升，2026年需求展望趋向乐观
- 2025.9.4 部院联合：前言 关于地缘经济的几点宏观思考
- 2025.9.4 REITs：从公募REITs中报看当前市场格局
- 2025.9.4 部院联合：第一章 在依赖中制衡：从地缘政治到地缘经济
- 2025.9.4 部院联合：第二章 地缘技术经济学
- 2025.9.4 部院联合：第三章 能源：地缘的“三权演义”
- 2025.9.4 部院联合：第四章 金属、工业化与地缘经济竞争
- 2025.9.4 部院联合：第五章 粮食安全与农产品制裁
- 2025.9.4 部院联合：第六章 地缘经济新格局下的产业发展战略
- 2025.9.4 部院联合：第七章 制造业：创新驱动增长中的角色与关税效果分析
- 2025.9.4 部院联合：第八章 绿色产业：应对地缘经济形势下的需求冲击
- 2025.9.4 部院联合：第九章 应对卡脖子：从重供给到供需并重
- 2025.9.4 部院联合：第十章 产业创新：从国家竞争力看并行产业发展
- 2025.9.4 部院联合：第十一章 地缘经济新形势下的国际货币体系演变
- 2025.9.4 部院联合：第十二章 金融制裁与反制裁
- 2025.9.4 旅游酒店及餐饮：旅游：需求表现平淡，关注新项目拓展和存量提升

- 2025.9.4 机械：看好工程机械盈利改善与锂电周期拐点，AI基建链持续高景气
- 2025.9.4 钢铁：钢铁2025下半年展望：周期共振，底部反转可期
- 2025.9.4 电力电气设备：电力设备1H25回顾：基本面有韧性，长期景气向上
- 2025.9.5 物业管理：物业管理1H25业绩回顾：业绩平缓发展，生态加速改善
- 2025.9.5 传媒互联网：海外互联网平台2Q25回顾及展望：AI正循环可持续性是关键
- 2025.9.5 传媒互联网：游戏1H25业绩回顾：高景气产品周期推动整体业绩超预期，关注长线化、全球化趋势
- 2025.9.6 传媒互联网：互联网周思考：2020+2023
- 2025.9.6 房地产：简评深圳住房限购政策调整



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn