



Eurasian
Development Bank

宏观经济预测

2026-2028



2025年12月



维诺库罗夫, E., 库兹涅佐夫, A., 沙拉夫特迪诺夫, A., 贝尔迪古洛娃, A., 费多罗夫, K., 多尔戈维奇, A., 巴巴贾尼扬, V. (2025) 2026–2028年宏观经济预测。2025年12月。阿拉木图市, 欧亚开发银行。

作者

叶夫根尼·维诺库罗夫, 欧亚开发银行首席经济学家, vinokurov_ey@eabr.org

阿列克谢·库兹涅佐夫, 分析工作部主任, kuznetsov_as@eabr.org

阿图尔·沙拉夫特迪诺夫, 分析工作部国家分析中心主任, sharafutdinov_ar@eabr.org

艾古丽·别尔迪古洛娃, 分析工作部国家分析中心高级分析师, berdigulova_ar@eabr.org

康斯坦丁·费多罗夫, 分析工作部国家分析中心高级分析师, fedorov_ks@eabr.org

安东·多尔戈维奇, 分析工作部国家分析中心高级分析师, dolgovechny_ap@eabr.org

该文件包含对当前国内外宏观经济状况的详细描述以及协调一致的预测。分析考虑了亚美尼亚、白俄罗斯、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、俄罗斯、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦及其主要贸易伙伴国之间现有的经济联系。宏观经济指标预测由欧亚开发银行采用综合模型系统编制, 该系统基于多国结构动态宏观经济总均衡模型。有关该系统的详细信息, 请参阅欧亚开发银行与欧亚经济委员会联合报告 ([欧亚开发银行, 2016](#))。

关键词: 经济增长、预测、GDP、通货膨胀、汇率、需求、货币政策、预算、利率、投资。

JEL: E17、F15、F31、H62、O11。

本文档仅供参考, 不应被视为购买或出售金融工具的建议。文档所含信息以及未来可能发布的与本文档主题相关的任何其他信息, 均不得作为签订任何合同的依据。尽管本文件已尽可能做到严谨, 但欧亚开发银行的任何分析师、董事、管理人员、员工或交易对手均不作任何明示或暗示的保证或承诺, 亦不对本分析文件所载信息的可靠性、准确性或完整性承担任何责任。亚投行明确免除与本文件所含任何信息相关的责任与义务。文件中的任何信息均可能随时变更, 不另行通知。

允许出于非商业目的转载全文或部分内容, 包括大段摘录, 并在外部电子资源上发布文本, 但必须注明原文出处。

电子版文件可访问: <https://eabr.org/analytics/ceg-quarterly-reviews>。

© 欧亚开发银行, 2025

宏观经济预测

2025年12月

2025

该地区的经济活动持续扩张



2025年GDP增长

通货膨胀在土库曼斯坦和乌兹别克斯坦下降；在亚美尼亚、白俄罗斯、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦和俄罗斯保持高位。

6.9%

该地区截至2025年底的综合通胀率

俄罗斯央行继续下调关键利率，哈萨克斯坦国家银行维持基准利率

≈16%

俄罗斯2025年底关键利率

≈18%

哈萨克斯坦2025年底基准利率

2026

该地区经济正回归稳定增长态势

2.3%

2026年综合GDP增长率

该地区大多数国家将继续保持高速增长态势

6.1%

2026年中亚国家综合GDP增长率

在没有额外冲击的情况下，通胀率将逐步下降至目标水平

6.3%

该地区截至2026年底的综合通胀率

俄罗斯和哈萨克斯坦降低利率

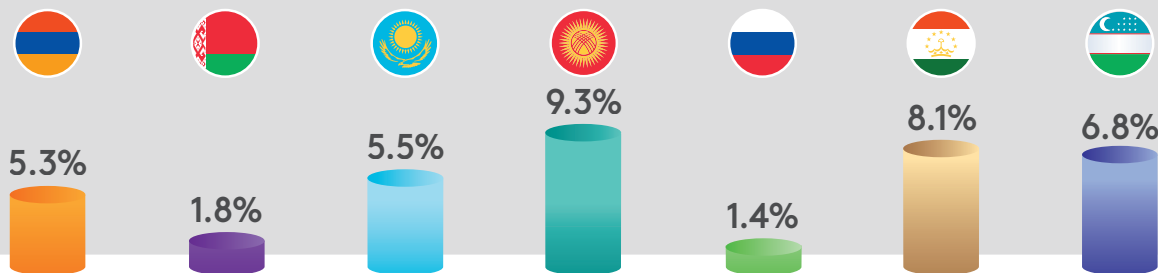
≈13%

俄罗斯2026年底关键利率

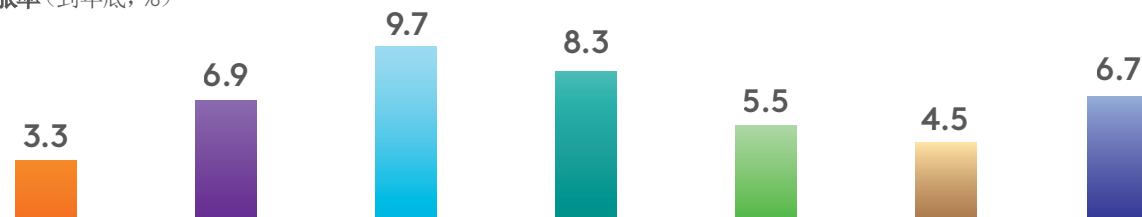
≈14%

哈萨克斯坦2026年底关键利率

2025年GDP预测



通胀率（到年底，%）



美元汇率（平均每年）



摘要

全球经济保持温和增长，并适应新的贸易壁垒。由于高度不确定性，发达经济体的增长依然疲软。拥有大型市场的新兴经济体保持着较高的经济活跃度。 预计2026年美国经济增长率将达到1.6%左右。高债务水平将抑制投资，但IT基础设施建设将支撑经济活动。 欧元区经济增长将保持疲软，约为1.1%，主要依靠政府增加国防和基础设施投资来支撑。中国经济将继续高速发展：预计2026年增长率为4.6%，这得益于政府刺激内需的政策。2026-2028年期间，美国和欧元区的通胀率将持续高于目标水平。关税冲突导致成本上升，限制了美国降息速度，并可能促使欧洲央行在2026年加息。

2025年，欧亚开发银行运营区域经济将回归均衡水平，此前该区域连续两年实现创纪录增长，2024年GDP增速为4.5%，2025年将放缓至1.9%。 增速放缓主要源于俄罗斯经济增长因严苛的货币政策而降至2025年的1.0%。俄罗斯需求萎缩将使白俄罗斯GDP增速放缓至1.8%。 中亚地区预计将保持较高经济增速——2025年将达到6.6%，2024年为5.8%。哈萨克斯坦和吉尔吉斯斯坦2025年GDP增速将升至2013年以来最高水平： 分别为5.9%和10.3%。乌兹别克斯坦预计将实现14年来最高增长率（不包括后疫情时期复苏），达到7.4%。亚美尼亚和塔吉克斯坦将保持较高增长率，分别为6.0%和8.3%。

2026年，该地区经济将保持2.3%的稳定增长。由于投资活动强劲，2026年该地区大多数国家的经济增长率将保持较高水平。预计2026年亚美尼亚GDP增长率为5.3%，哈萨克斯坦为5.5%，吉尔吉斯斯坦为9.3%，塔吉克斯坦为8.1%，乌兹别克斯坦为6.8%。预计2026年俄罗斯GDP增速将加速至1.4%，预算支出将超过收入。白俄罗斯经济增速将接近中期水平，达到1.8%。

2025年通胀率预计将在目标区间内：亚美尼亚为3.3%年增长率，塔吉克斯坦为3%年增长率，而白俄罗斯为7.1%年增长率， 哈萨克斯坦为12.3%，吉尔吉斯斯坦为9.1%，俄罗斯为6%，乌兹别克斯坦为7.5%。主要因素包括全球市场关税上调和食品价格上涨。

该地区通胀压力将在2026年继续减弱。 我们预测该地区所有国家的通胀率都将朝着目标水平发展：2026年，亚美尼亚通胀率将降至3.3%年增长率，白俄罗斯降至6.9%年增长率，哈萨克斯坦降至9.7%年增长率， 吉尔吉斯斯坦将降至8.3%年增长率，俄罗斯将降至5.5%年增长率，乌兹别克斯坦将降至6.7%年增长率。 塔吉克斯坦的通胀率将保持在目标区间内：4.5%年增长率。如果没有额外的冲击，该地区的总价格涨幅将从2025年的6.9%年增长率放缓至2026年的6.3%年增长率。

欧亚开发银行成员国

↓ 表1. 开发银行预测。银行成员国主要宏观经济指标（基准情景）

与上年相比的增长率(%)，除非另有说明

指标	2024	2025年	2026年预测	2027年	2028年
亚美尼亚共和国					
按可比价格计算的GDP, %	5.9	6.0	5.3	5.3	5.1
通货膨胀率(期末), % 年增长率	1.5	3.3	3.3	3.3	3.0
再融资利率(年均值), %	8.0	6.8	6.5	6.0	6.0
卢布兑美元汇率(年均值)	392	389	393	400	403
白俄罗斯共和国					
按可比价格计算的国内生产总值, %	4.0	1.8	1.8	1.9	2.0
通货膨胀率(期末), % 年增长率	5.2	7.1	6.9	6.7	6.5
再融资利率(年均值), %	9.5	9.7	9.75	9.75	9.75
白俄罗斯卢布兑美元汇率(年均值)	3.25	3.08	3.32	3.66	3.89
哈萨克斯坦共和国					
按可比价格计算的GDP, %	5.0	5.9	5.5	5.5	5.5
通货膨胀率(期末), % 同比	8.6	12.3	9.7	6.4	5.0
基准利率(年均值), %	14.7	16.7	16.3	12.4	10.2
坚戈兑美元汇率(年均值)	469	525	535	559	578
吉尔吉斯斯坦共和国					
按可比价格计算的国内生产总值, %	9.0	10.3	9.3	7.6	7.5
通货膨胀率(期末), % 同比	6.3	9.1	8.3	7.4	6.2
计息利率(年平均), %	10.5	9.2	11.0	11.0	11.0
索姆兑美元汇率(年均值)	87.1	87.4	89.2	91.9	93.3
俄罗斯联邦					
按可基准比价格计算的GDP, %	4.3	1.0	1.4	2.0	2.1
通货膨胀率(期末), % 同比	9.5	6.0	5.5	5.1	4.5
关键利率(年均值), %	17.5	19.2	14.4	12.2	10.5
卢布兑美元汇率(年均值)	92.4	85	94	104	109
塔吉克斯坦共和国					
按可比价格计算的国内生产总值, %	8.4	8.3	8.1	7.2	7.1
通货膨胀率(期末), % 同比	3.6	3.0	4.5	4.7	4.9
再融资利率(年均值), %	9.3	8.2	7.6	8.4	8.4
索莫尼兑美元汇率(年均值)	10.8	10.3	9.8	10.3	10.8
乌兹别克斯坦共和国					
按可比价格计算的国内生产总值	6.5	7.4	6.8	6.4	6.3
通货膨胀率(期末)	9.8	7.5	6.7	5.8	5.2
基本利率(年平均, %)	13.8	13.9	13.7	12.4	11.6
苏姆兑美元汇率(年均值)	12 652	12 647	12 800	14 100	15 100

注: 此处及其余表格中, P代表GDP预测值, 通胀率为同比百分比; 汇率为1美元兑本国货币单位数。

来源: 欧亚开发银行成员国国家机构, 欧亚开发银行分析师计算。

首席经济学家分析

超低利率时代之后：世界经济现状、预测及对亚投行运营区域的影响

全球经济保持温和增长，逐步适应新的贸易壁垒。9月份全球商业活动指数（PMI）为52.4点。在第二季度下滑后，商业信心正在恢复，但由于高度不确定性，发达经济体的增长仍然疲软。与此同时，拥有庞大市场的新兴经济体（印度、印度尼西亚）保持着较高的经济活跃度。这些国家与中国共同支撑着全球GDP的增长。

美国经济将在2025年放缓：据我们估计，GDP增长将从2024年的2.8%降为1.6%（表2）。服务业仍是经济增长的支柱，其PMI指数持续高于50点。根据领先指标的变化趋势，工业产出正在萎缩。家庭支出扩张是经济的主要驱动力，但其增速也在明显放缓。8月份工资增长放缓至0.7%年增长率，创2024年7月以来新低。投资虽在增长，但几乎全部集中于数据中心及其他IT基础设施建设。若排除这些因素，2025年上半年经济增速将仅为0.1%年增长率。

美国住房建设在2023-2024年下滑12%后表现疲软。2025年1-8月，新开工房屋数量降至0.7%年增长率。2025年上半年，抵押贷款债务占GDP比重为69.3%，较2024年中期的70.2%有所下降。贷款违约数量较低（截至2025年9月为5.5万笔，低于新冠疫情爆发前水平）。在信贷成本长期趋于正常化的背景下，再融资活动仍处于历史低位（插图1）。与此同时，住房建设及整个建筑业在GDP中的占比持续下降（2024-2025年占GDP的3.7%，而2019年占GDP的4.3%，2005年占GDP的约6%）。结果，这些行业支撑经济增长的能力正在减弱。

2026年美国GDP预计增长约1.6%。消费将持续放缓，**消费者信心指数**下滑为明证。关税冲突和高企的累积债务将抑制投资增长。移民立法的收紧也将对经济产生负面影响，这将影响就业人数——尤其是在农业和建筑业领域。另一方面，利率下调和供应链重组将支撑经济活动。根据新出台法案¹减轻税收负担，将对经济需求产生积极影响。

2025年欧元区经济增长依然疲软：GDP增长为1.2%。服务业仍是经济的主要驱动力：9月份PMI指数升至51.3点，创2025年2月以来新高。

人工智能服务的普及推动了IT行业增长，而游客数量的增加（1-6月**4%年增长率**）促使酒店业服务在上半年为2.3%年增长率。工业领域增长依然疲软：**PMI**在9月份回落至收缩区间——49.8点，低于8月份的50.7点。来自中国的竞争加剧、欧元汇率走强以及部分传统市场流失，都对制造业产生了负面影响。工资上涨（2025年9月约2%年增长率）²和利率下降改善了消费者信心，尽管其水平仍低于历史平均值。在此背景下，消费增长速度低于最初预期。GDP增速放缓：第三季度为1.3%年增长率，而第一季度和第二季度分别为1.6%和1.5%年增长率。

¹ OBBBA，即《大而美法案》，于2025年7月通过。该法案的主要内容包括：提高税收减免的收入上限，将2017年实施的所得税税率下调措施永久化，新增税收减免项目（特别是小费和加班费），以及其他措施。

² 欧洲央行基于ECB wage tracker的评估。

预计2026年欧元区经济增长将较为疲软，约为1.1%（见表2）。 美国对欧盟进口商品征收关税将削弱工业，据我们估计，这种负面影响将是长期的。政府对国防和基础设施的投资将从2024年的占GDP的1.9%增加到2027年的占GDP的3%，这将为经济提供支持。2025-2027年，这些支出带来的财政刺激将达到GDP的2%左右，但其效果要到2026年下半年才会显现。预计消费增长将来自储蓄的消耗。欧洲央行预计，在2024-2025年期间，由于利率下调2个百分点，货币政策将更加宽松，储蓄率将从15-16%下降到10-12%，达到疫情前的水平。

大型新兴经济体仍是全球增长的引擎。 工业化推动经济高速发展。印度GDP增速约为8%³，在主要经济体中保持经济增长领先地位。国内需求是主要驱动力：消费者信心接近近五年来最高水平。9月份综合PMI为61.9点，仅略低于8月份创下的多年高点63.2点。基础设施投资支撑着经济增长：2025年第二季度固定资产投资年增长率7.8%。东南亚国家也呈现出稳健发展态势：印尼GDP在第二季度年增长率5.1%，高于第一季度的4.9%；马来西亚GDP在第三季度年增长率5.2%，高于第二季度的4.4%。增长主要由内需和活跃的基础设施投资推动。

中国经济持续高速发展：2025年第三季度GDP年增长率4.8%，此前第一和第二季度均实现超过5%的强劲增长。1-9月整体增长目标约5%已达成。尽管美国提高了关税（截至11月初约为47%⁴，年初为20%），部分出口已转向欧洲和其他市场。政府正在刺激国内需求，其占GDP的比例（约40%）与同类经济体相比仍然较低，这表明存在增长潜力。据国际货币基金组织估计，未来三年该国合并预算赤字将超过GDP的8%（2021-2024年该指标约为6.5%）。尽管存在贸易冲突风险，中国经济仍将快于欧元区和美国GDP增速：2026年预计增长4.6%（表2）。

发达国家通胀在放缓后再度回升。2025年9月，美国消费者价格同比加速至3%，创二月以来新高。尽管能源价格下跌，通胀加速趋势已连续第五个月持续。核心通胀率仍远高于目标水平：9月年增长率3%，关税上调的影响日益显著。预计2025年全年通胀率将达到2.9%左右。

我们预测，欧元区价格增长率将在2025年底前持续高于目标水平。2025年10月通胀率略有放缓，至2.1%，而9月为2.2%。尽管能源价格下跌（-1%年增长率）且欧盟放弃对美国商品实施报复性关税，通胀水平仍居高不下。欧元名义有效汇率年增长率4.4%抑制了价格上涨，但10月份的核心通胀率仍保持在2.4%年增长率的水平，已连续六个月高于目标值。加上通胀预期上升，这表明通胀压力依然存在。

2026-2028年期间，美国和欧元区的通胀率仍将高于目标水平（见表2）。关税冲突和供应链重组导致生产成本上升，给价格带来压力。高度的经济和地缘政治不确定性加剧了价格加速上涨的风险。

美国和欧元区的利率走势将呈现分化态势。美国可能放松货币政策：债务负担加重，经济增长回归温和轨道。但关税上调的通胀效应将限制降息速度。我们预测美联储利率在预测期结束时将达到3-3.25%左右。我们认为欧洲央行将在2025年结束降息周期，并预计2026-2028年随着预算支出的增加，利率将开始上升。

正常利率水平对金融稳定和投资构成考验，从而抑制中期全球增长（插图1）。

³ 2025年第二季度年增长率7.8%，而第一季度为7.4%。

⁴ 基于特定商品关税（采用六位数协调制度）计算的加权平均值。每种商品的权重根据其在中国对美出口总额中所占份额确定（参见PIIE，2021）。

↓ 表2. 主要对外经济指标预测值 (基准情景)

指标	2024	2025 年预测	2026 年预测	2027 年预测	2028 年预测
石油价格 (美元/桶, 年均值)					
Brent	79.8	69	66	65	69
Urals	67.9	58	57	58	64
GDP增长率 (%)					
美国	2.8	1.6	1.6	1.9	1.9
欧元区	0.8	1.2	1.1	1.3	1.3
中国	5.0	4.8	4.6	4.4	4.3
通货膨胀率 (年末百分比)					
美元	2.9	2.9	2.8	2.5	2.3
欧元区	2.4	2.1	2.2	2.1	2.0
关键利率 (年均百分比)					
美联储	5.1	4.1	3.7	3.4	3.2
欧洲央行	4.1	2.4	2.2	2.4	2.5

来源: 2024年——国际货币基金组织、世界银行、美国联邦储备委员会、欧洲中央银行数据; 2025-2028年——欧亚开发银行分析师预测。

插图1. 超低利率时代之后: 在»正常»利率水平下对金融稳定和投资的考验

2022-2024年利率快速上升时期对全球金融体系构成了严峻考验。它引发了美国金融业的一系列破产事件。其影响将在中期内波及发达国家和发展中国家的经济增长。

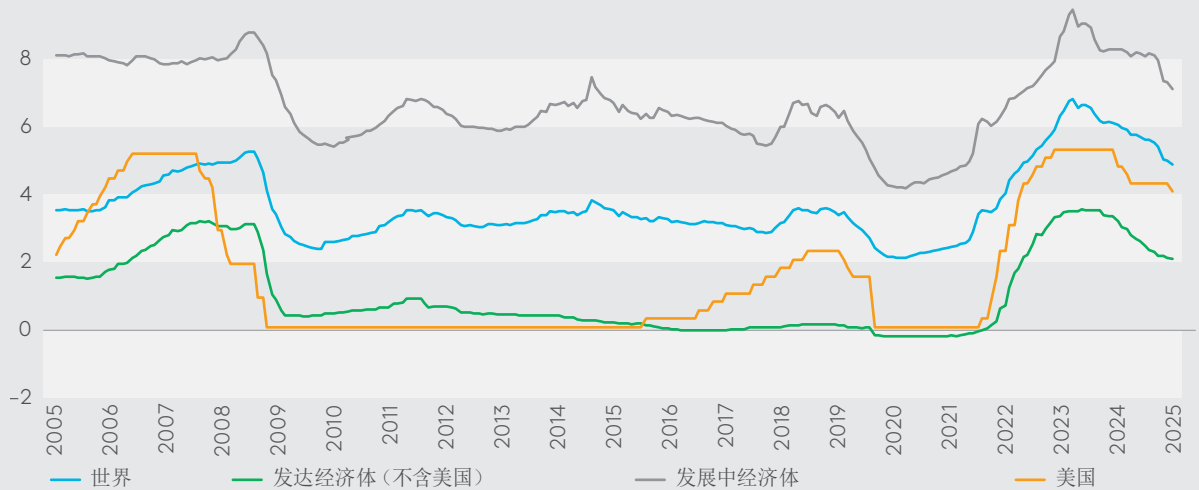
近年来, 债务偿还成本急剧上升 (插图1见表2), 新增借款积累加速, 企业稳定性下降。从2000年代末到2020年代初, 全球经济经历了十多年的超宽松货币政策时期, 现在实际上又回到了原来的利率水平。

全球债务负担已达历史最高水平。发达经济体平均政府债务与GDP之比从2019年的104%升至2024年的115%, 新兴经济体则从56%升至70%。仅2024年, 各国偿还国债的利息支出就增加了0.5万亿美元——约占全球GDP的0.5% (IMF, 2025)——达到1.5万亿美元。

债务负担的加重使各国经济对全球利率波动和信贷利差变化更为敏感, 同时也提升了债务货币结构的重要性。自2025年初以来美元贬值11%, 暂时缓解了财政压力。对美国而言, 这体现在出口收入增长和美国企业海外利润兑换美元, 从而增加了税收收入。通胀略有加速, 导致预算名义收入增长, 而支出调整相对缓慢。但这种效应是暂时的: 随着支出增长、社会福利指数化调整以及利率上升, 美元贬值对预算稳定性的影响将逐渐抵消。

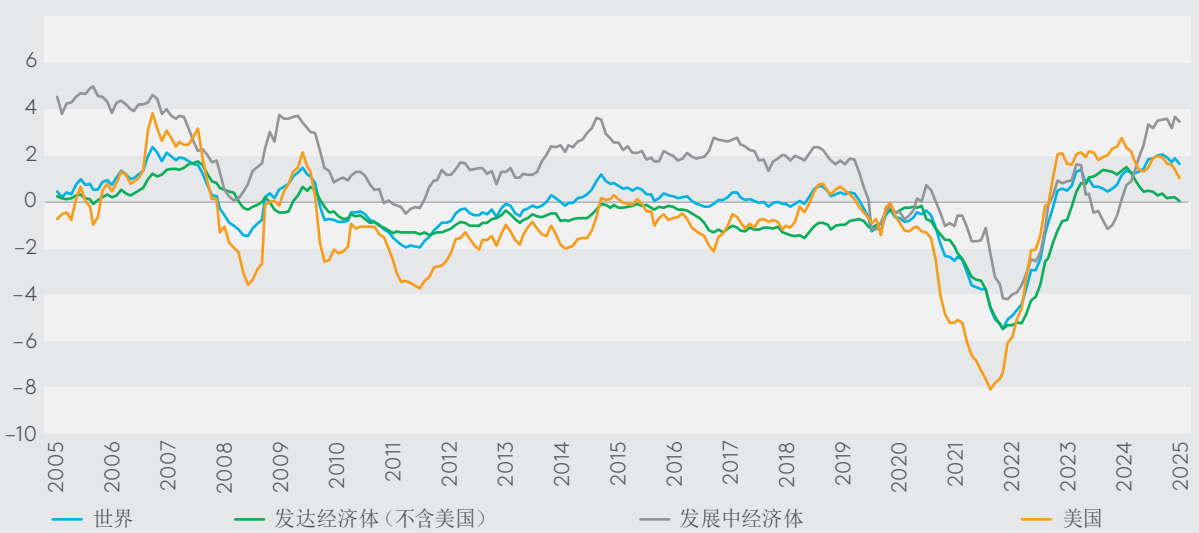
对于外部债务主要以美元计价的国家而言, 美元贬值降低了其债务以本国货币计价的成本。预算在偿还和偿付债务方面的压力有所减轻。全球市场持续的高不确定性仍然给公共财政状况带来风险, 特别是在发展中国家。

↓ 图1。名义关键利率，%/年



来源：达拉斯联邦储备银行。

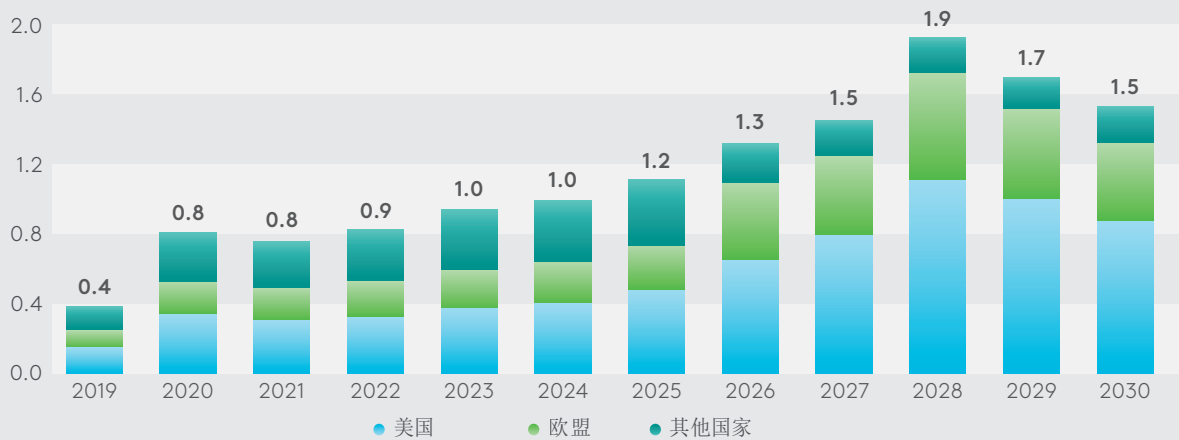
↓ 图2。实际关键利率，%/年



政府债务的偿还成本不断上升，这削弱了投资能力。 «债务负担»效应日益凸显，即政府支出向债务偿还倾斜，以及«资本投资挤出»现象——高昂的政府债务因其在债务市场的主导地位而挤压了私人投资 (Islam, 2024)。这导致投资量下降、生产率和创新活动减少，限制了中期GDP的增长。在发达经济体中，2023-2024年期间的企业投资平均增长率仅为1%，远低于2000-2019年期间2-4%的年均增长率 (OECD, 2025)。

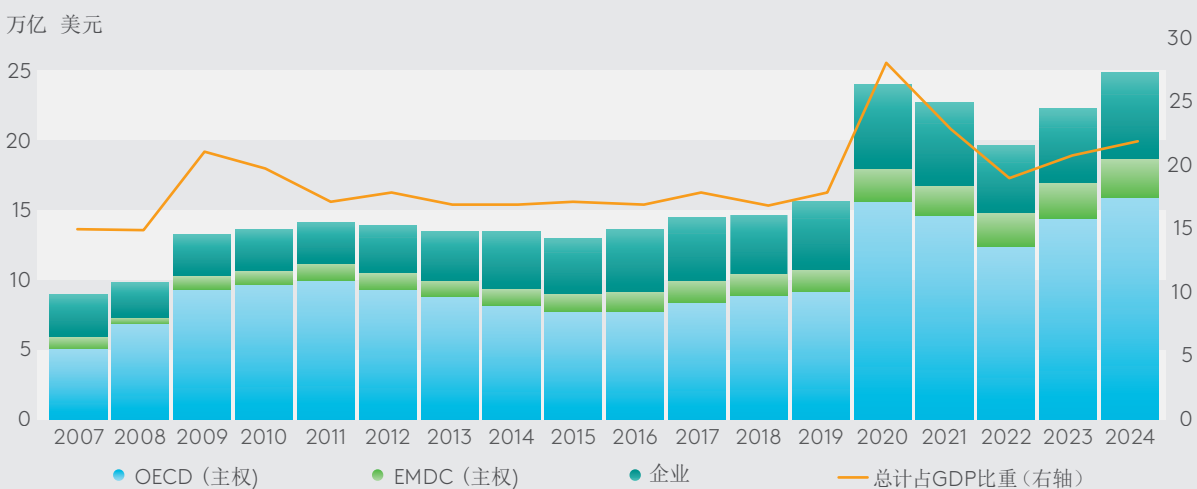
企业债务已成为金融脆弱性的关键因素之一。在低利率时期，企业积极增加借款并延长债务期限。然而在利率上升的环境下，再融资已成为严重问题：新贷款成本更高，且通常期限更短（S&P, 2025）。企业面临在短期内偿还巨额债务的压力。例如，2019-2020年期间，欧元区的新贷款利率为1.5-2%，美国为2-3%，而2024年这两大经济体的再融资利率均升至5-6%。尽管2025年利率有所下降，但大型企业的当前融资成本仍然较高——欧元区为4%，美国约为5%。廉价企业贷款的再融资高峰出现在2024-2025年。2024-2025年期间的偿还额较2020年增长20%，达到1-1.2万亿美元。然而，企业虽能再融资债务，但利率更高。这将偿还高峰推迟至2028年，但规模翻倍（图3）。同时，2026-2027年的偿还额也显著增加（1.3-1.5万亿美元）。因此，「偿债高峰」问题并未从根本上解决，只是被推迟了，在信贷成本上升的情况下变得更加严重。

↓ 图3. 非金融企业债务偿还额, 万亿美元



来源: S&P.

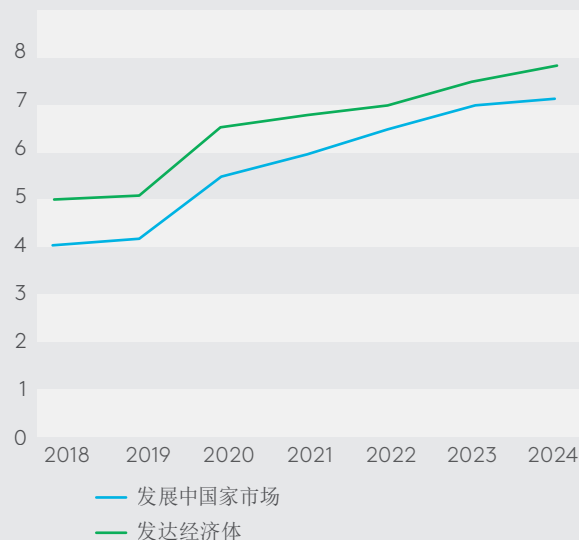
↓ 图4. 债务发行量



来源: 欧亚开发银行分析师根据经合组织、国际货币基金组织数据计算得出。

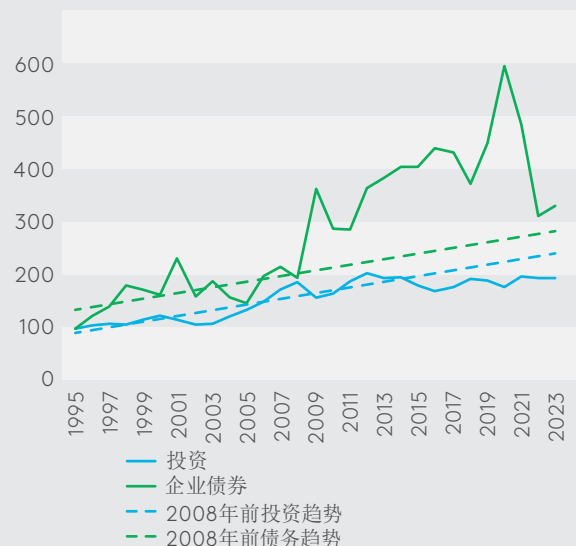
企业财务状况持续恶化：不断攀升的债务负担与高昂的债务偿还成本削弱了企业的偿债能力。利息支付覆盖率⁵ 较低的企业数量持续增加。然而这仅是问题的一部分。一些大型企业虽然仍在运营，但若没有外部支持，它们无法产生足够的利润来偿还债务。这类“僵尸企业”⁶ 的比例正在上升，到2024年将达到企业总数的7-8%。在发达经济体中，这个问题更为突出（图5）。这种趋势带来了长期生产力下降的风险：资源被“困”在低效行业，限制了资本和劳动力向经济中更高效领域流动。

↓ 图5. “僵尸企业”占企业总数的比例，%



来源：欧亚开发银行分析师根据经合组织、国际货币基金组织数据计算得出。

↓ 图6. 企业借款与投资增长，1995年=100%



来源：欧亚开发银行分析师根据经合组织、国际货币基金组织⁷。

高利率对企业投资造成了明显压力。成本上升削减了企业的净利润，并限制了其内部融资渠道。资本成本上升提高了项目的盈利门槛，使许多长期投资变得不那么有吸引力。结果，资本投资量下降，新项目启动被推迟。越来越多的融资资金并非用于业务发展，而是用于现有债务的再融资。自2008年以来，公司债券发行量大幅增加，而投资额却未见增长。据经合组织估计，2009-2024年非金融公司债券发行量比危机前趋势高出12.9万亿美元，而企业投资却比危机前趋势低8.4万亿美元（[经合组织, 2025b](#)）。这意味着，**偿还累积债务越来越频繁地挤占了生产性投资**（图6）。

长期的高利率加剧了金融不稳定的风险。大规模债务重组势在必行，企业债务再融资高峰（2027-2028年）紧随主权债务再融资高峰（2025-2026年）之后。结合“僵尸企业”数量增加以及多数国家预算紧缩的必要性，这限制了投资机会，并增加了全球经济增长放缓的风险。

⁵ 通过利息覆盖率（ICR）指标衡量，该指标为企业营业利润与债务利息支出的比值。低于2的ICR被视为偏低。当ICR低于1时，利润甚至不足以覆盖利息支出。

⁶ 大型成熟企业若连续三年以上维持ICR<1，则表明其增长前景疲软、负债水平高企且依赖低成本信贷。

⁷ 基于线性函数，对1995-2008年期间企业债券发行量和企业投资额的增长趋势进行了计算，并外推至2024年。

大宗商品市场预计将呈现多方向趋势：**石油价格将下跌，而非能源商品价格将上涨**。受基础设施项目和向低碳能源转型推动，铜价涨幅预计尤为显著。为加快交付而增加库存的必要性，以及贸易冲突将推动电子产品所用金属的需求。

由于地缘政治动荡和去美元化趋势，贵金属作为储备资产的需求将持续推高其价格（插图2）。中国经济活动放缓，尤其是建筑业的放缓，将抑制黑色金属的价格。2025-2026年间，食品价格预计将保持稳定，并在期末出现温和增长。

我们预测，2026-2027年油价将低于过去三年的平均水平。原因在于供应增加和替代能源的发展。Brent原油年均价格预测如下：2026年为66美元/桶，2027年为65美元/桶，2028年为69美元/桶（对比：2025年价格为69美元/桶）（表2）。

全球经济和原材料市场的预测趋势不会对欧亚地区的发展构成严重障碍。

油价小幅下跌将限制能源出口国（哈萨克斯坦、俄罗斯）的出口收入，但不会阻碍增长。与此同时，油价下跌将改善净进口国（亚美尼亚、白俄罗斯、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦）的贸易条件，抑制国内价格上涨。2025-2026年食品价格温和上涨也将有助于稳定通胀。贵金属价格上涨将增加区域出口国（吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦）的外汇收入。

全球正经历政府债务再融资高峰期，而该地区国家正在实施成功的债务政策。2023-2025年期间的高增长率使中亚国家能够通过积极吸引资本和偿还债务来保持外债稳定。这使得它们相较于债务负担显著增加的其他发展中经济体更具投资吸引力。例如，2025年10月，哈萨克斯坦在国际资本市场发行了15亿美元的五年期主权欧元债券，收益率为4.412%。同时，该债券与美国国债的利差为85个基点，创下哈萨克斯坦进入欧元债券市场以来的历史最低水平。该债券的固定收益率在所有投资评级相当的国家发行的五年期主权欧元债券中最低。

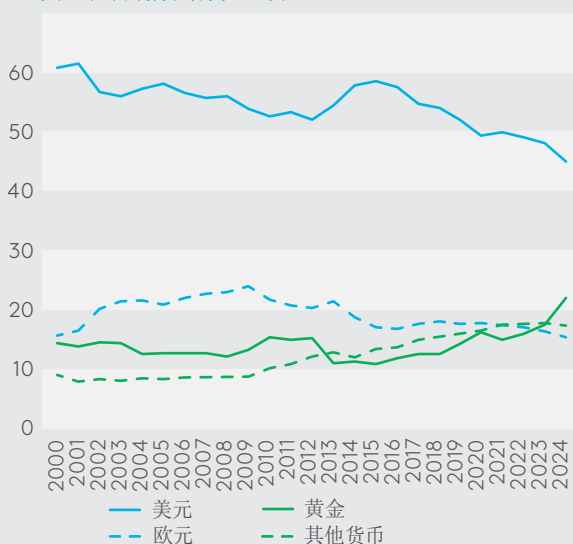
插图2. 货币使用趋势：储备、结算与银行操作

在本插图中，我们将从三个方面探讨美元在全球角色中的变化：作为储备货币、作为国际结算手段以及作为金融机构资产和负债的计价货币。我们得出结论：美元在央行储备中的占比正在缓慢而稳定地下降，但在结算中的使用正在增加，在信贷和存款业务中的作用保持稳定。

1. 储备去美元化

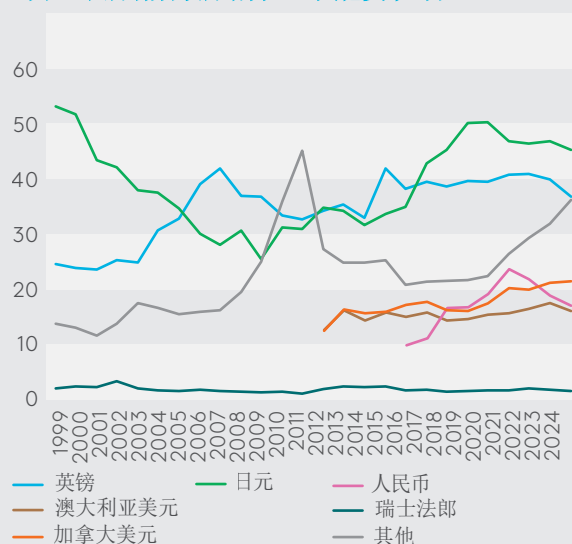
过去25年间，美元在各国央行储备中的占比呈渐进且稳定的下降趋势⁸：从2000年的61%降至2024年的45%。美元正逐步将国际流动性储藏手段的角色让位于其他货币及黄金（图7）。除欧元外，几乎所有被积极用作储备货币的货币份额均有所增长（图7和图8）。2024年，黄金在储备中的份额增长加速，其中私人投资者对黄金的需求增长幅度甚至超过了中央银行⁹。2024年，其他货币的份额出现萎缩。这可能意味着，对货币资产的谨慎态度已呈现更广泛的特征，不仅限于美元。

↓ 图7. 国际储备结构¹⁰，占比%



来源：世界银行、国际货币基金组织、欧亚开发银行分析师计算。

↓ 图8. 国际储备项目结构¹¹ “其他货币”占比%



来源：世界银行、国际货币基金组织、欧亚开发银行分析师计算。

⁸ 这种动态变化不能用美元相对于其他货币的贬值来解释。在所考虑的期间内，美元价值并未呈现下降趋势，目前处于历史高位。

⁹ 黄金在储备中的占比上升，主要得益于该金属价格的上涨。2024年，各国央行黄金储备的实物量增长了0.6%，2014-2024年间增长了12%。

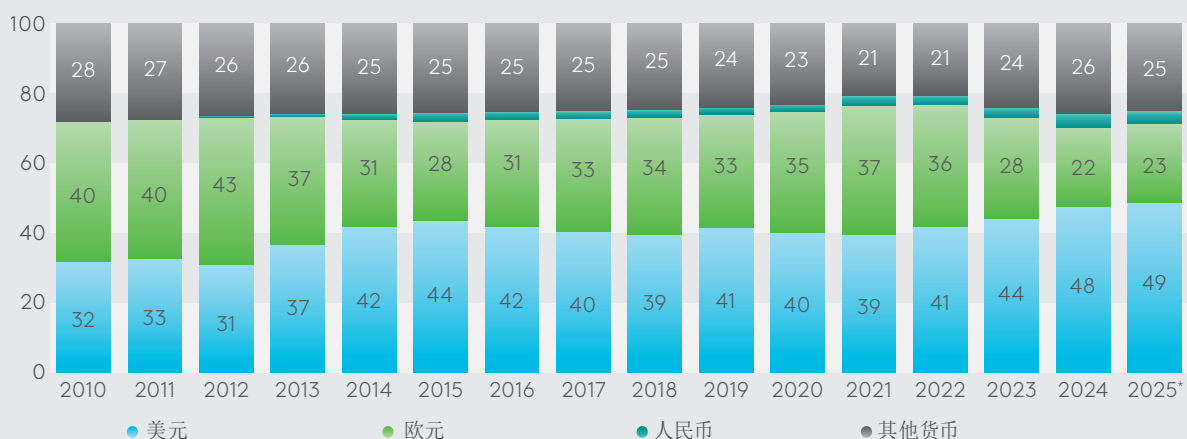
¹⁰ 不包括在国际货币基金组织、特别提款权和“其他储备资产”中的储备头寸。在本分析中，国际储备是指外汇部分和黄金储备价值的总和。

¹¹ 不包括在国际货币基金组织、特别提款权和“其他储备资产”中的储备头寸。在本分析中，国际储备是指外汇部分和黄金储备价值的总和。

2. 结算美元化（及去欧元化）

美元作为国际结算手段的作用正在增强，而欧元的作用则相对减弱。通过SWIFT系统进行的国际结算中，美元占比从2010年的32%¹² 上升至2024年的49%，这主要是以欧元份额为代价实现的。这既涉及美元作为结算手段的长期增长（2010-2025年），也涉及在当前十年地缘政治风险加剧背景下其结算份额的增长。2023-2025年，人民币在结算中的份额也上升至3.6%（2020-2021年约为2%）。人民币及其他货币在国际结算中的作用增强，更像是2023年的一次跳跃性变化，而非新趋势¹³。

↓ 图9. SWIFT系统国际结算的货币结构



注：*2025年1月至7月

来源：美联储、SWIFT、欧亚开发银行分析师计算。

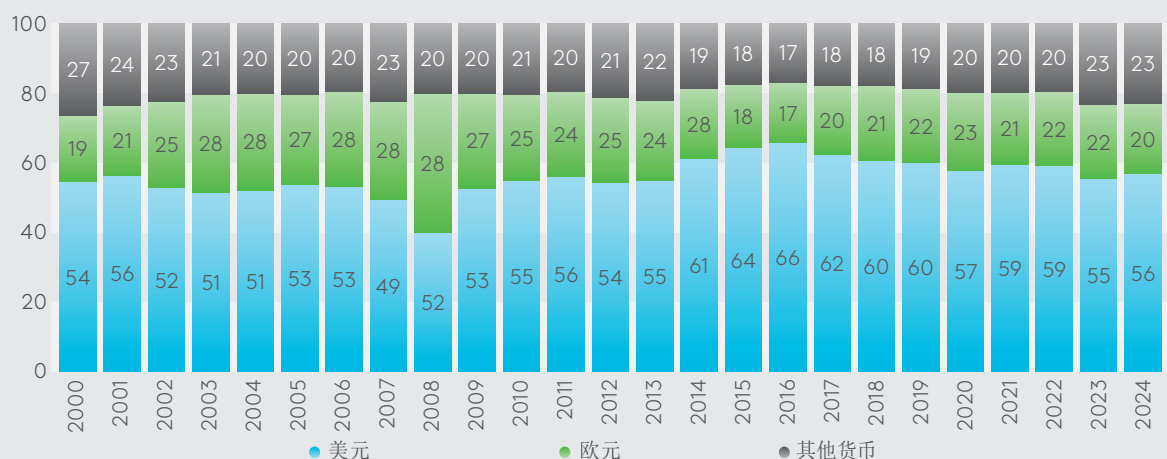
3. 国际银行资产负债结构的稳定性

美元在银行国际资产和负债中的份额保持稳定（图10A和图10B）。这两个指标均低于2016年达到的峰值，但自2020年以来变化不大：在资产中的份额略有下降，在负债中的份额略有上升。欧元这两个指标均有所下降，其他货币则有所上升，但幅度不及国际支付中的变化明显。

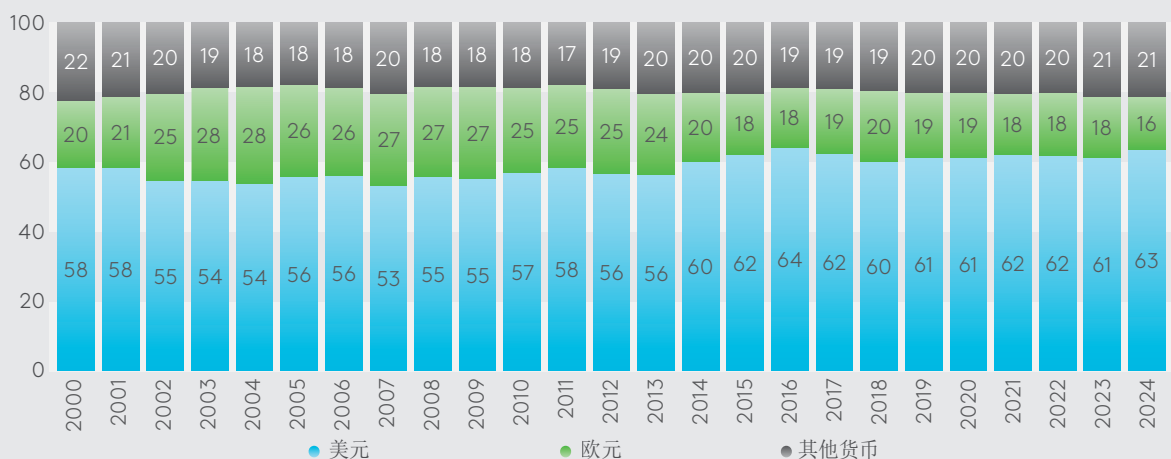
¹² 数据可追溯至2010年。

¹³ 自2023年起国际结算结构的所有变化（图9）可能主要源于欧洲与俄罗斯之间以欧元为主的贸易急剧萎缩。结果导致美元及其他货币在结算中的占比上升，欧元占比下降（美元与欧元合计占比亦同步下降）。

↓ 图10A 银行国际资产的货币构成*



↓ 图10B 银行国际负债的货币构成



注：* 包括以外币计价的向境外交易对手提供的贷款、境外交易对手存款及其他贷款和存款的份额。计算中仅包含贷款和存款（包括回购协议）。不包括与中央银行、关联银行机构以及欧元区内部的交易。

** 包括人民币。

来源：美国联邦储备委员会。

结论

美元仍保持着国际主要货币的地位。其作为国际结算手段和国际银行资产负债货币的地位保持稳定甚至有所增强。这得益于数十年来形成的国际金融架构。与此同时，美元在各国央行储备中的份额正在逐步且持续下降。

为提高全球金融体系稳定性，宜扩大主要发展中国家货币（如人民币、卢比、巴西雷亚尔、沙特里亚尔、阿联酋迪拉姆、俄罗斯卢布等）在国际结算中的使用。为此可采取的主要措施包括：在贸易中使用本国货币、建立独立的结算基础设施、协调各国数字货币。

数字资产未来将显著影响美元及各国货币在国际结算体系中的地位。央行数字货币、稳定币与传统货币或将各司其职并行发展。其中，能实现即时支付的稳定币可能在这一转型中扮演特殊角色。

缩写词表

WB	世界银行
GDP	国内生产总值
WTO	世界贸易组织
EDB, Bank	欧亚开发银行
EAEU, Union	欧亚经济联盟
EU	欧洲联盟
ECB	欧洲中央银行
EEC	欧亚经济委员会
HCS	住房与公共事业服务
KG	吉尔吉斯斯坦共和国
AI	人工智能
IT	信息技术
MBK	银行间信贷市场
IMF	国际货币基金组织
MF KZ	哈萨克斯坦共和国财政部
NB RB	白俄罗斯共和国国家银行
NB KG	吉尔吉斯共和国国家银行
NB KZ	哈萨克斯坦共和国国家银行
NBTJ	塔吉克斯坦国家银行
VAT	增值税
OECD	经济合作与发展组织
RA	亚美尼亚共和国
RB	白俄罗斯共和国
回购协议	一种交易类型，即证券出售的同时，双方就按预先约定价格回购证券达成协议
KZ	哈萨克斯坦共和国
TJ	塔吉克斯坦共和国
RF	俄罗斯联邦
USA	美利坚合众国
FNB	国家财富基金
FRS, FRS USA	美国联邦储备系统
NB AM	亚美尼亚共和国中央银行
NB RF	俄罗斯联邦中央银行（俄罗斯银行）
CBDC	Central bank digital currency（央行数字货币）
COVID-19	2019冠状病毒病，冠状病毒感染
ICR	Interest cover ratio – 企业营业利润与债务偿还成本之比
MIACR	Moscow Interbank Actual Credit Rate（银行间贷款的实际利率）
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development（经济合作与发展组织）

OPEC+	由欧佩克成员国和非欧佩克产油国组成的联盟
PMI	Purchasing Managers' Index (商业活动指数)
S&P	Standard & Poor's (美国评级机构及金融信息提供商)
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (国际金融信息交换系统)
TONIA	Tenge OverNight Index Average 坚戈隔夜指数平均值
bbl	美国石油桶
%	百分比
%y/y	年增长率
%m/m	月增长率
y	年
yy.	年
Dorr.	美元
季度/季度	季度环比
M	百万
bn	十亿
p.p.	百分点
tn	万亿
thsd	千

词汇表

预算(财政) 储备

国家预算中可用于支出融资的可用资金量。

预算(财政) 刺激

描述税收和预算政策对经济活动的影响。正的预算刺激表明税收和预算政策对国内生产总值的积极贡献。

银行存款(贷款) 的外币化

外币存款(贷款)占商业银行存款(贷款)总额的比例。

中性利率

使通货膨胀率和通胀预期稳定在目标水平,同时使GDP和实际汇率保持均衡水平的利率水平。

潜在(均衡) GDP

在特定时期内,当生产要素得到最有效利用时,经济体可能实现的实际GDP总量。潜在GDP也可理解为经济体在不形成经济失衡的情况下能够持续生产的实际GDP总量。

均衡汇率

既不产生额外通胀效应也不产生通缩效应的实际汇率。

产出缺口

实际GDP与潜在水平之间的偏差。正产出缺口通常表明经济中存在需求过剩,是通胀压力的指标。负产出缺口则相反。

Purchasing Managers' Index (PMI)

该指标反映制造业和服务业私营企业经营活动及运营环境的变化。该指数基于对采购经理的月度调查计算得出。PMI值高于50点表明商业活动增长,低于50点则表明商业活动萎缩。



国家分析中心
分析工作部
欧亚开发银行

您可将对本报告的评论、建议和意见发送至以下地址
pressa@eabr.org



Eurasian Development Bank

www.eabr.org