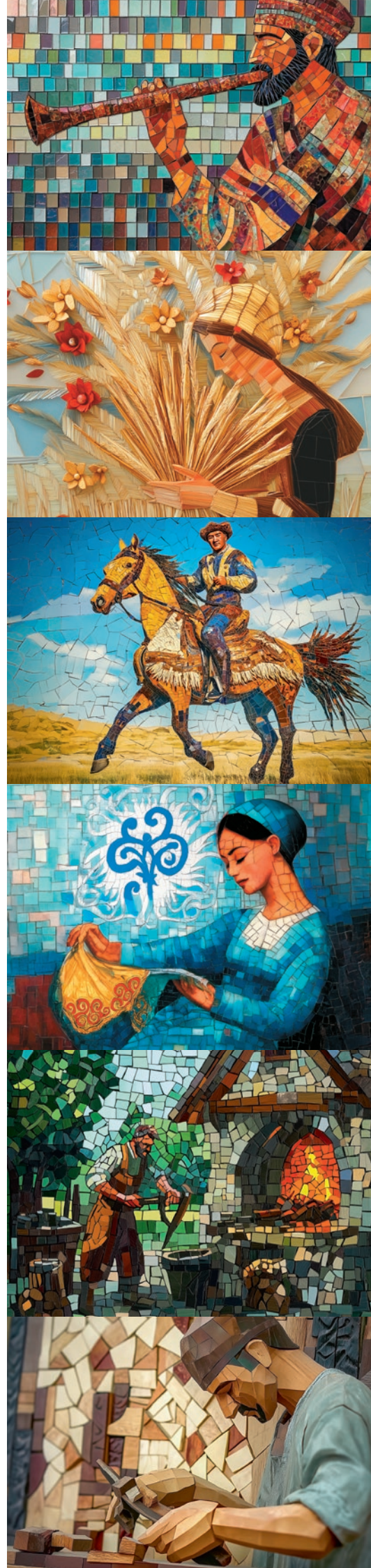


宏观经济预测

2025–2027



2024年12月





宏观经济预测

2024年12月

2024

银行经营地区GDP同比增长预估上调至4.2%

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
6.0%	4.3%	4.5%	9.4%	4.1%	8.4%

2024年GDP增长。

地区消费价格异质性动态

7.9%

2024年底该地区总体通胀率。

俄罗斯联邦中央银行关键利率提高，暂停哈萨克斯坦国家银行降低基准利率的周期

23%

俄罗斯2024年底的关键利率。

> 15%

哈萨克斯坦2024年底基本利率。

2025

保持经济高速增长

亚美尼亚	白俄罗斯	吉尔吉斯斯坦	俄罗斯	塔吉克斯坦
5.5%	2.6%	8.7%	2.4%	8.4%

2025年GDP增长。

加速经济增长

哈萨克斯坦
5.5%

2025年GDP增长。

通货膨胀逐步向目标水平迈进

6.4%

2025年底该地区的总体通胀率。

俄罗斯联邦中央银行开始下调关键利率，哈萨克斯坦国家银行继续下调基准利率周期

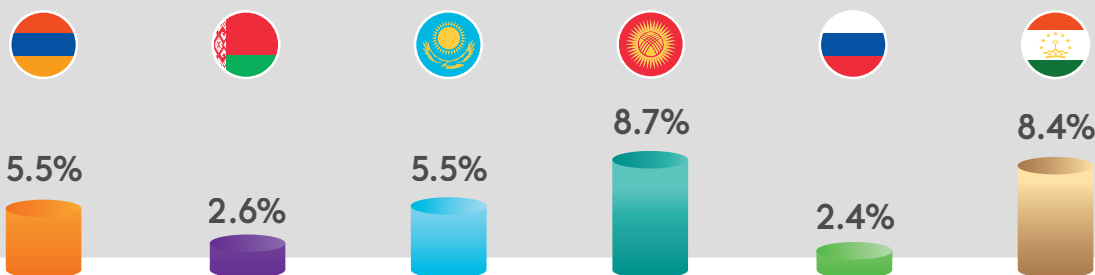
19%

2025年底俄罗斯的关键利率。

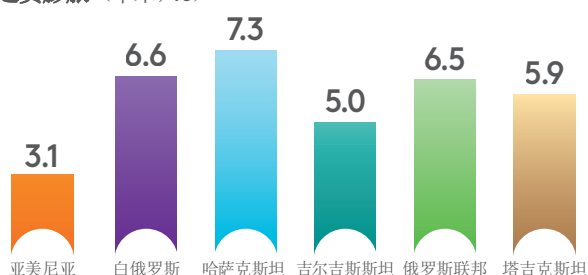
11.25%

哈萨克斯坦2025年底的基本利率。

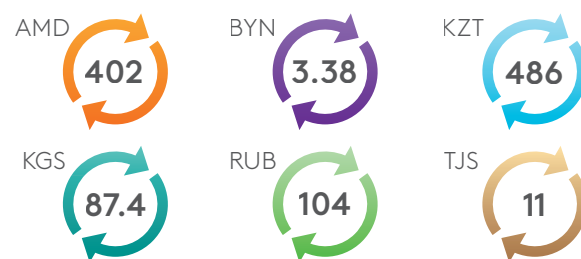
2025年GDP增长。



通货膨胀（年末，%）



兑美元汇率（年平均）



摘要

全球经济进入放缓阶段。尽管高利率时期已经结束，但结构性因素将抑制经济活力。生产率增长更缓慢、外贸作为经济增长动力减弱、加剧碎片化以及不利的人口趋势将是拖累全球经济势头的关键原因。预计，2025年美国经济增长将放缓至1.6%，欧元区经济恢复性增长约**1.1%**，中国经济在财政刺激和降息的背景下，增速将加速至**5%**。发达国家的通货膨胀已经放缓，但由于全球经济分散导致成本上升以及劳动力市场紧张的持续压力，价格上涨仍将处于高位。主要央行已开始降息周期，但通胀加速的风险仍然很高。这将导致监管机构对降息采取谨慎态度，降息仍将高于过去十年的平均水平。

到2024年底，欧洲复兴开发银行运营地区GDP增长4.2%，为自2012年以来最高。，不包括新冠疫情后的恢复期。**2024年地区经济增长预测改善 0.8个百分点**，并超过世界指标（**3.2%**）。在一些国家财政和货币信贷刺激措施的支持下，国内需求的扩大，以及出口机会的改善，促进了地区经济的强劲增长。预计，**2024年GDP增长率为：亚美尼亚-6.0%、白俄罗斯-4.3%、哈萨克斯坦-4.5%、吉尔吉斯斯坦-9.4%、俄罗斯-4.1%和塔吉克斯坦-8.4%。**

2025年，地区经济将增长2.9%。国内增长来源仍将是经济活力的关键驱动力。由于新投资周期的启动，哈萨克斯坦经济增长率将稳步上升至**5.5%**。预算刺激将支持俄罗斯国内需求的增长，年底，俄罗斯经济将增长**2.4%**。俄罗斯需求的增长和高消费活动将创造条件以实现白俄罗斯经济增长**2.6%**。由于投资项目和出口增加，亚美尼亚（**5.5%**）、吉尔吉斯斯坦（**8.7%**）和塔吉克斯坦（**8.4%**）将保持高增长率。

到2025年底，EBRD运营地区的通货膨胀率将达到6.4%左右。各国的通胀情况仍然参差不齐：亚美尼亚和塔吉克斯坦的物价涨幅低于目标范围，吉尔吉斯共和国**2024年5月至10月**的物价涨幅低于目标，白俄罗斯仍在目标走廊内，俄罗斯和哈萨克斯坦的物价涨幅高于目标。预计。**2025年通胀将逐步迈向目标水平。**在维持高利率的背景下，通胀将开始放缓，俄罗斯将达到**6.5%**，哈萨克斯坦将达到**7.3%**。亚美尼亚的通货膨胀率将升至目标范围的边界，达到**3.1%**。塔吉克斯坦的价格上涨将回到目标范围，吉尔吉斯共和国将在其范围稳定。到**2025年底**，吉尔吉斯斯坦的通货膨胀率将达到**5.0%**，塔吉克斯坦将达到**5.9%**。白俄罗斯的物价上涨将适度加速，达到**6.6%**。

欧亚开发银行成员国

↓ 表1. 欧亚开发银行预测。银行成员国的主要宏观经济指标（基线情景）

除非另有说明，与上一年相比的增长%

指标	2023	2024 预测	2025 预测	2026 预测	2027 预测
亚美尼亚共和国					
按可比价格计算的GDP	8.3	6.0	5.5	5.3	5.0
通货膨胀（期末）	-0.6	1.8	3.1	3.0	2.5
银行间贷款利率（年平均），%	10.4	8.3	7.0	6.8	6.0
德拉姆兑美元汇率（年平均）	393	392	402	405	407
白俄罗斯共和国					
按可比价格计算的GDP	3.9	4.3	2.6	1.9	1.5
通货膨胀（期末）	5.8	5.9	6.6	7.9	7.4
再融资利率（年平均），%	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
白俄罗斯卢布兑美元汇率（年平均）	3.00	3.25	3.38	3.57	3.81
哈萨克斯坦共和国					
按可比价格计算的GDP	5.1	4.5	5.5	5.5	5.5
通货膨胀（期末）	9.8	8.5	7.3	5.6	5.1
次工作日利率（年平均），%	16.4	14.0	12.3	9.5	8.0
坚戈兑美元汇率（年平均）	456.3	466	486	492	503
吉尔吉斯共和国					
按可比价格计算的GDP	9.0	9.4	8.7	6.4	5.6
通货膨胀（期末）	7.3	5.6	5.0	5.5	6.3
回购利率-7天（年平均），%	11.4	7.6	5.2	7.1	9.0
索姆兑美元汇率（年平均）	87.9	87.1	87.4	89.7	93.1
俄罗斯联邦					
按可比价格计算的GDP	3.6	4.1	2.4	1.7	1.5
通货膨胀（期末）	7.4	8.5	6.5	5.6	4.5
关键利率（年平均），%	9.9	17.5	21.1	15.5	11.5
俄罗斯卢布兑美元汇率（年平均）	85.2	92.5	104	106	109
塔吉克斯坦共和国					
按可比价格计算的GDP	8.3	8.4	8.4	8.0	7.4
通货膨胀（期末）	3.9	3.9	5.9	6.7	6.8
再融资利率（年平均），%	10.5	9.2	9.2	9.9	10.6
索莫尼兑美元汇率（年平均）	10.8	10.8	11.0	11.5	12.1

注：这里和其他表中 - P指预测

资料来源：欧亚开发银行成员国的国家机构，欧亚开发银行分析师计算。

世界经济：EBRD业务地区的现状、预测和影响

全球经济增速将放缓——领先指标证明了这一点。全球综合PMI (Global Composite PMI) 9月份跌至52点，为八个月来的最低值，10月份小幅回升至52.3点。美国和欧元区的领先指标 (Conference Board Leading Economic Indicator) 也在稳步下降，分别达到八年和十年来的最低值。

主要央行在通胀放缓和经济活动显着疲软风险的背景下，**降息**。降息周期将持续到2025年，但监管机构将保持谨慎，因为通胀加速的风险依然存在。在美国和欧元区，2025-2027年的利率仍将高于2010-2019年的平均水平。尽管如此，央行政策将对经济增长产生积极影响。

结构性因素也对世界经济增长产生负面影响，这与世界经济日益分散、人口变化和人们偏好的变化（在消费模式和劳动力供应方面）有关。

附图1. 全球经济放缓的结构性因素

工资上涨导致生产率增长放缓（图1）抑制经济增长。新冠疫情对产量产生了明显的负面影响。当时，尽管产量下降，公司仍在提高工资，以留住员工，甚至以牺牲投资和创新成本为代价。

劳动力资源配置效率下降。除其他外，这是由于人口过程：人口老龄化和劳动力供应减少导致的（EBRD, 2024年）。此外，我们发现劳动力向低生产率部门转移，如贸易、旅游酒店业、餐饮业等。在美国，过去三年，90%的就业增长来自服务业，其中医疗和社会保障、接待服务和公共服务占60%以上。

与此同时，工业生产仅提供了5%的就业增长。在欧盟，2019-2023年工业就业人数下降2.6%，即90万个就业岗位，而就业人数总体增长超过1%。

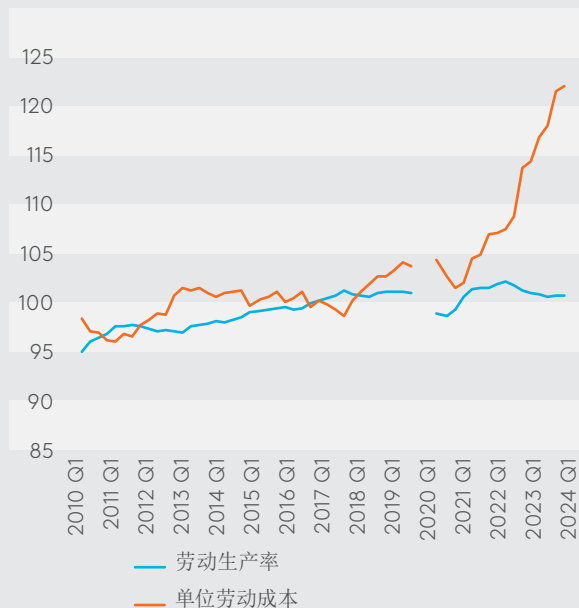
新兴经济体的生产率增长也在放缓（图2）。然而，这些国家的增长仍然明显高于发达国家。这为包括中亚国家在内的一些国家加速工业化创造了机会。

↓ 图1. 生产率和劳动力成本 (2017Q1=100)

1.1 美国



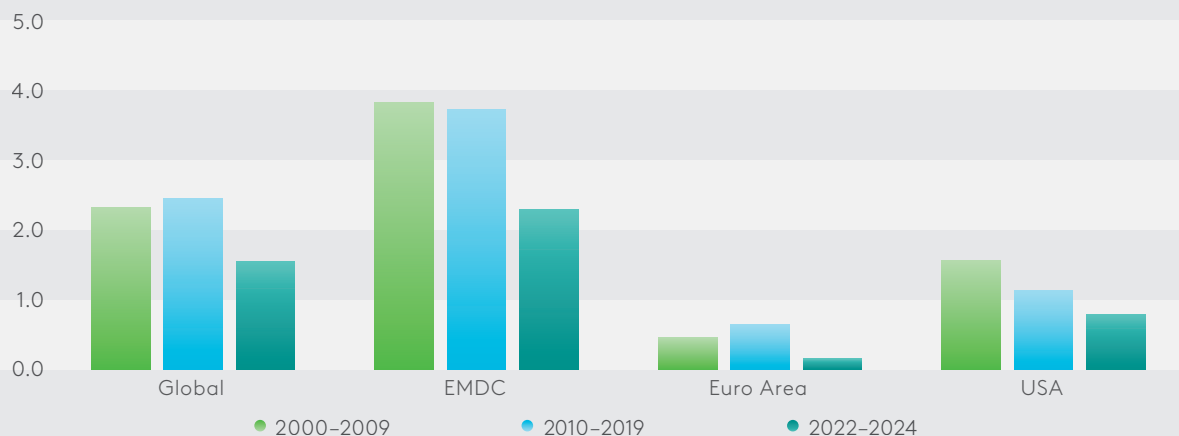
1.2 欧元区



资料来源: 根据U.S.Bureau of Labor Statistics数据计算。

资料来源: 根据欧洲央行数据计算。

↓ 图2. 劳动生产率增长, 年均%

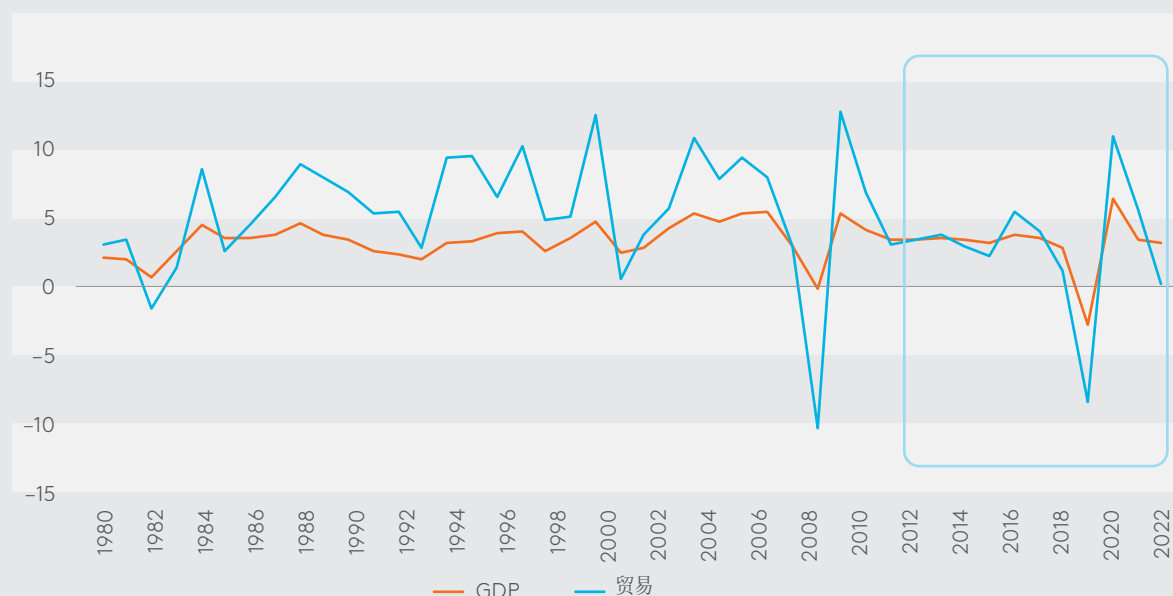


资料来源: OECD, EBRD分析师计算。

外贸对作为经济发展驱动力作用的减弱在过去十年已经出现, 是全球经济另一个负面因素。从20世纪80年代中期到2010年代初, 世界贸易增长平均超过了GDP的增长, 在许多国家甚至拉动了GDP的增长(图3)。这是一个快速全球化的时期。2010年代开始了一个相反的过程—去全球化, 其特点是世界贸易增长率下降到与世界GDP增长相当的水平。

世界贸易不再是经济发展的“引擎”。这一变化的输家, 大概率, 包括其主要经济特点为明显的出口导向的欧元区, 以及日本。目前, 去全球化对发展中国家的负面影响没有对发达国家那么明显。这可能是因为发展中世界的劳动生产率动态更强。尽管世界经济体系显示出适应负面变化的良好潜力, 但如果碎片化加剧, 国际贸易有可能成为全球经济进一步增长的阻力 (EBRD, 2024b)。

↓ 图3。世界贸易和世界GDP增长, %



备注: 图表显示了指标的实际增长率。

资料来源: 国际货币基金组织。

尽管受到总体结构性因素的影响,但世界主要经济体的动态将是多向的。

2024年美国经济将保持高速增长。(表2)。据我们测算,年底GDP将增长2.8%(2023年,增长2.9%)。经济增长的主要驱动力是消费支出,并得到劳动力市场过热背景下,工资上涨的支持。然而,经济活动放缓的迹象已经出现,这可能会影响明年的增长率。自2024年中期以来,工业生产一直在下降(10月份同比下降0.3%)。领先指标不容乐观:工业PMI自3月份以来一直处于负值区域,10月份下降达46.5点-今年的最低水平。GDP动态也表明,经济正在逐渐降温:在第二季度达到同比3%的峰值后,第三季度增速放缓至同比2.4%,我们预计,这一趋势将持续到年底。

预计,2025年美国经济将进一步放缓至1.6%。(表2)。消费支出将下降,消费者信心指数下降就是证明,主要是由于对当前经济状况的评估不断恶化。公共债务偿还成本大幅增加(截至本财年达到GDP的3.2%),预计减少预算刺激以稳定预算赤字是合乎逻辑的,可能会对经济发展产生负面影响。

欧元区经济保持低速增长(表2)。根据我们的估计,到年底GDP将增长0.7%。服务业仍然是增长动力:PMI坚定地保持在中性水平之上,2024年10月,达到51.6点。工业生产在2024年全年稳步下降。9月,其降幅为同比2.8%。制造业PMI仍明显低于2022年中期的中性水平,2024年11月,为45.2点。欧元区工业化程度最高的经济体,德国,连续第五个季度GDP未能实现正增长。劳动力成本超过了劳动生产率的增长,这是欧元区工业和整体经济增长缓慢的重要原因之一。能源价格高背景下能源密集型生产效率下降导致产量下降,并往往导致部分企业关闭(例如:德国化学产品制造商BASF、荷兰锌制造商Nurstar)。由于此类公司在经济中的平均生产力水平较高,因此其产量的下降也显著降低了欧元区整体指标(ABN-Ambro, 2024年)。与此同时,在利率下降的情况下,工资上涨有助于改善消费者的情绪,恢复积极的零售消费势头。经济活动的逐步复苏证实了这一点。国内生产总值增长速度继第二季度同比增长0.6%和第一季度同比增长0.5%之后,第三季度同比增长0.9%。

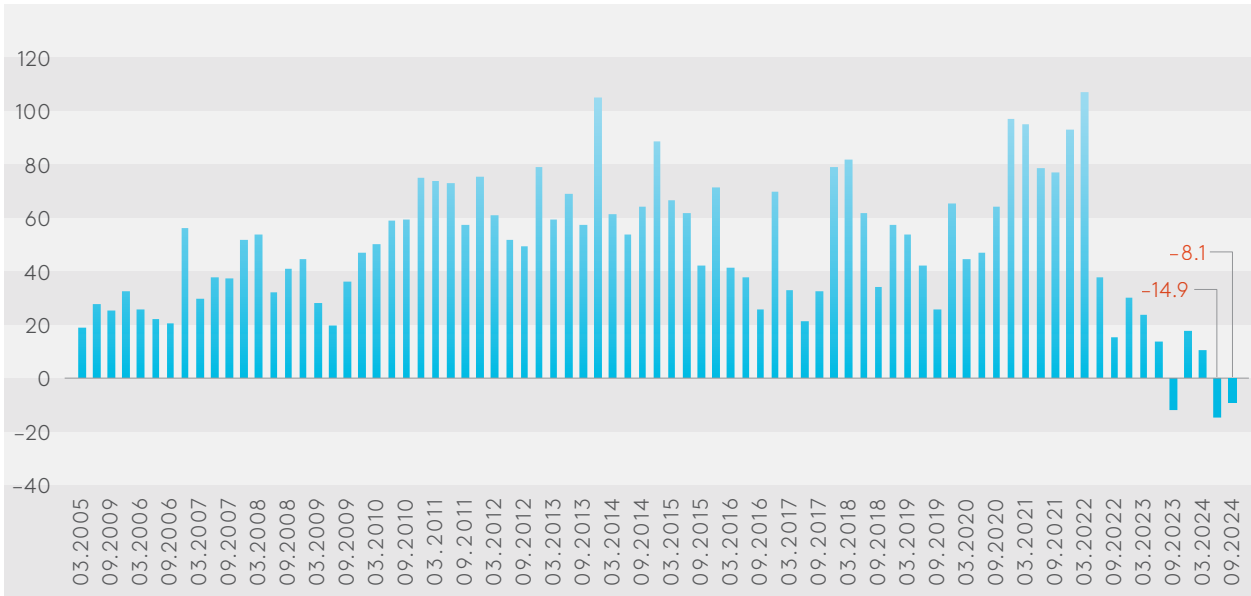
欧元区经济活动将继续复苏（表2）。预计，2025年GDP增长1.1%，利率逐步下降将为扩大消费需求创造条件。此外，能源价格下跌将成为工业复苏的积极因素，并为欧元区经济增长提供动力。

大型新兴经济体表现出强劲的活力。特别是，印度GDP继2024年第一季度同比增长7.8%后，第二季度同比增长6.7%。与此同时，领先指标表明印度商业活动进一步扩张：11月综合PMI为59.5点，接近14年来的历史高位。当前国际贸易流动重组和国内结构改革对该国生长经济产生了积极的影响。在巴西，另一个主要发展中经济体—在年初关键利率下调的背景下，GDP增速继第一季度同比2.5%后，第二季度同比加速至3.3%。服务业和工业PMI指数自年初以来一直高于中性水平，证明经济活动持续增长。除此之外，复合领先指标，自2023年3月以来稳步增长，表明经济活动扩大。

中国经济有所放缓，但仍保持令人明显增长速度（表2）。根据2024年第三季度的结果，全国GDP 同比增长4.6%（继第二季度同比增长4.7%和第一季度同比增长5.3%之后）。10月份，累计PMI为51.9点，六个月来首次上升。尽管如此，今年增长放缓的风险依然存在。消费需求疲软和建筑部门的结构性问题仍然限制了经济能力，阻碍了5%的突破。2024年大部分时间零售额增长落后于经济增长。这一趋势直到10月份才被打破，当时零售额受当局刺激政策影响，同比增长4.8%。与此同时，消费者信心指标不仅低于中性水平（100点），而且持续下降，急剧接近最低历史值（2022年11月，85.5页）。需求水平低也影响建筑业—建筑量，2022年以来，减少。在新房价格下跌的背景下，建筑业的高债务负担仍然是中国经济面临的突出问题。我们预计，2024年中国GDP将增长4.8%。

出口仍然是中国经济的驱动力。因此，扭转依赖国内消费的经济政策需要结构性改革，这可能会对中期增长产生抑制作用。中国经济面临的挑战的严重性从流入该国的外国直接投资（FDI）降至前所未有的低点（图4）可以证实。

↓ 图4. 中国：外国直接投资流入总额



资料来源：国际货币基金组织、国家外汇管理局（SAFE）。

面对经济放缓的风险，中国当局采取了一系列刺激措施。中国人民银行于2024年9月降息，财政部制定了额外预算支出计划，预计未来几年约为10万亿元（1.4万亿美元）。这将对经济活动产生积极影响—无论是在新投资，还是在消费方面。预计，中国经济将加速增长，但主要的经济效应，很可能，是在明年。预计，2025年GDP增长5%。

发达国家的通货膨胀已显着放缓，但谈论战胜通货膨胀还为时过早。在美国，2024年10月消费价格同比增速降至2.6%，这主要得益于能源价格下跌（同比下降4.9%）。与此同时，服务价格涨幅仍处于高位。基本通货膨胀¹ 下降速度较慢，且不稳定—从1月份的同比3.9%降至10月份的同比3.3%，仍远高于目标。在欧元区，通胀率从年初的同比2.8%，降至2024年10月的同比2%。能源价格下降（同比下降4.6%）和非能源价格小幅上涨（同比下降0.5%）也是关键因素。然而，粮食（同比2.9%）和服务（同比4.0%）的价格涨幅仍高于2%。与此同时，通胀的稳定部分在第一季度大幅下降后，仍保持在同比2.7%左右的水平。工资的持续上涨和服务业对劳动力的强劲需求也使通货紧缩过程变得更加复杂。因此，还不能说通货膨胀完全得到控制。

展望2025-2027年，美国和欧元区的通胀将仍高于目标值（表2）。在全球经济碎片化的背景下，核心通胀的稳定、工资和生产者成本的上涨将支持价格上涨。与此同时，在降息背景下，通胀加速的风险仍然很高。

美国和欧元区央行将继续降息周期。在通胀相对较低的背景下，美国经济预期降温和欧元区增长受到抑制将进一步放松货币信贷政策创造了条件。尽管如此，通胀进程逆转的风险依然存在，这意味着监管机构在降低利率时，采取谨慎态度。预计，利率仍将高于过去十年的平均水平（表2）。

↓ 表2. 主要对外经济指标预测值（基线情景）

指标	2023	2024 预测	2025 预测	2026 预测	2027 预测
石油价格（\$/bbl年平均）					
Brent	83	81	75	74	73
Urals	62.8	69	67	65	65
GDP增长（%）					
美国	2.9	2.8	1.6	1.1	1.5
欧元区	0.5	0.7	1.1	1.4	1.3
中国	5.2	4.8	5.0	4.1	4.0
通货膨胀（%，年平均）					
美国	4.1	2.9	2.6	2.5	2.3
欧元区	5.5	2.4	2.3	2.3	2.1
关键利率（%年平均）					
美联储	5.0	5.2	4.2	3.4	2.8
欧洲央行	3.9	4.0	2.9	2.5	2.5

资料来源：2023-2024年—来自国际货币基金组织、世界银行、美联储、欧洲央行的数据，2024-2026年—欧亚开发银行分析师预测。

¹ 不考虑消费篮子中波动成分的价格变化。

基准情景中原材料价格的动态将呈多向性：非能源商品价格将上涨，而石油价格将下跌。全球经济抑制性增长和发达国家利率下降将有助于**金属价格上涨**。与此同时，地缘政治不稳定背景下，对储备资产需求增加将进一步支撑**贵金属**价格上涨。中国经济活动加速将增加**非贵金属**—低碳能源的基础。**粮食价格**在2023-2024年下降后，将转向增长，特别是由于气候变化对收成的负面影响。**石油**与非能源原材料不同，在全球供应增长和向低碳能源转型的背景下，与2024年相比，价格将会下降。

因此，年平均**布伦特原油价格**将形成2025年，每桶75美元的水平，74美元–2026年，73美元–2027年。作为比较：2024年石油平均价格为每桶81美元（[表2](#)）。

全球经济和原料市场的预测趋势不会对地区的经济增长构成重大障碍。能源价格的适度下跌将被金属和食品等出口商品价格的上涨部分抵消，因此不太可能显著恶化世行成员国的国际收支状况。此外，随着世行成员国的出口状况日益多样化，大宗商品外贸收入下降的负面影响可能会部分抵消。发达经济体的利率下降逐步向区域各国开放获得外国资本的机会。与过去两三年相比，当高利率实际上关闭了新兴经济体的硬通货外部借款，这一点更突出。因此，来自外部世界的外汇市场不稳定、通胀压力和实体经济活动下降的风险仍然有限。

附图2。中亚是一个庞大而充满活力的地区

报告中，“[中亚经济：新视角](#)”，我们专注于快速增长和前景广阔的地区—中亚。研究发现，2000年至2021年，该区域GDP实际平均同比增长6.4%，超过新兴市场经济体（同比5.2%）和全球经济（同比3.6%）。

近两年来，尽管面临外部挑战，中亚国家经济仍保持高速增长。2022-2023年GDP平均同比增长4.8%，而新兴市场同比增长4.2%，全球经济同比增长3.4%。过去24年来，该地区各国GDP总量增长了10.8倍，按购买力平价计算，其在世界GDP中的份额增长了1.9倍（[图5.A](#)）。

到2024年，中亚名义GDP可能超过5000亿美元。估计，这一数字将增长10%以上，达到5190亿美元。

中亚人口达到8000万，比2021年增长3.7%，在过去的24年里增加了1.4倍。人口趋势促进了中亚国家经济的增长。人口的年龄分布表明，未来劳动力将会增加。

↓ [图5.A.区域的成就和结构变化](#)

2000-2023年增长		2021	2023	2024P
 1.4x	人口，百万人	77	80	82
 10.8x	GDP，十亿美元	347	469	519
 1.9x	按购买力平价计算，占世界国内生产总值的份额，%	0.7	0.79	0.80
 7.7x	对外贸易额，十亿美元。	165.5	228.9	235

资料来源：由EBRD分析师根据国家主管机构、亚行、国际货币基金组织、CEIS的数据编制。

过去两年，来自第三国的累计外国投资额增长了4.2%，到2023年底，估计为2230亿美元。外贸营业额也表现强劲，自2021年以来，增长了34.6%。

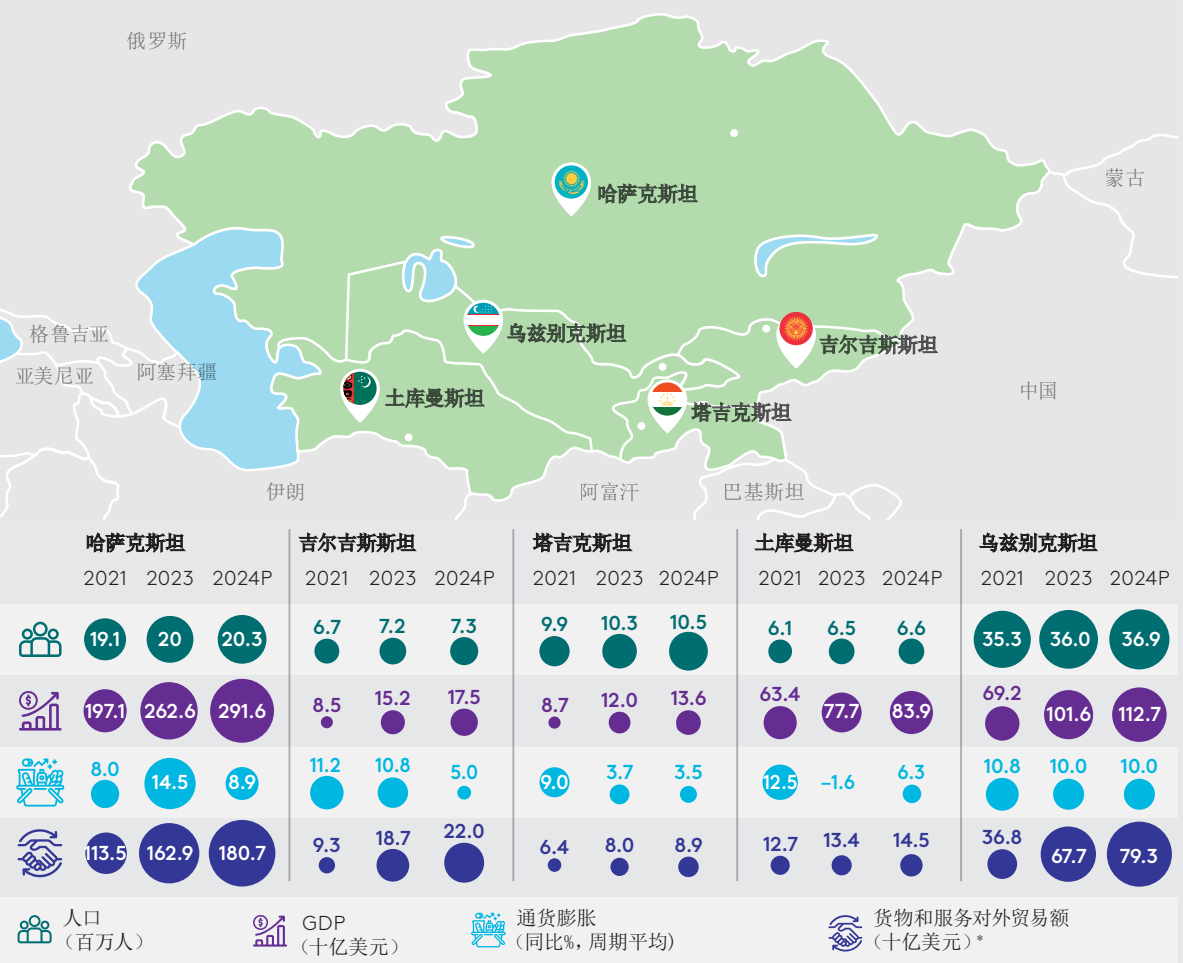
中亚是一个多元化的地区，其经济体的规模和结构各不相同。哈萨克斯坦在经济规模方面处于领先地位，占国内生产总值的57%。乌兹别克斯坦是该地区人口最多的国家，占中亚人口的45%（图5.B）。三个最大的经济体——哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦和土库曼斯坦——占中亚国内生产总值的95%，是碳氢化合物的净出口国。吉尔吉斯斯坦和塔吉克斯坦的出口以金属和金属矿石为基础。该地区所有国家都有开放的经济，吉尔吉斯共和国在参与对外贸易方面处于领先地位。

宏观经济政策明显趋于平衡。宏观经济结果之一是通货膨胀下降（2000年代初，价格上涨超过20%）。过去五年，即使面对全球市场的挑战，该地区的平均通胀率仍在10%左右。

中亚在广阔欧亚空间中的战略作用 将扩大。该区域各国的过境地位及其融入新兴国际运输走廊是进入国外市场和提高经济潜力的机会。

包括绿色能源在内的水能综合体的协调发展带来重大机遇。为释放区域的潜力，各国还必须克服其他挑战，如地处内陆、资源依赖、金融发展水平低和气候变化的影响。

↓ 图5.B.中亚区域主要宏观经济指标



备注: *-土库曼斯坦适用的货物外贸营业额数据。

资料来源: 由EBRD分析师根据国家主管机构、亚行、国际货币基金组织、CEIS的数据编制。