

发达经济体高债务模式难为继 欧洲各界关注中国经济保持韧性

本报记者 刘之语

上周，全球主要经济体市场在美联储加息预期下，全球股市遭遇集体“抛售潮”。市场动荡之下，由美、欧、日、中、印等国的债务及日本扩张性财政政策引发，但核心问题仍在于全球市场对发达经济体高债务发展模式难以维系的担忧在不断扩大。

1月20日，美债市场出现大幅震荡，美国30年期国债收益率日内上涨近9个基点至4.925%，美国10年期国债收益率日内最高触及4.286%，均创去年9月初以来新高。日债也在同一天遭遇历史性抛售，日本30年期国债收益率上升超30个基点至3.915%，日本40年期国债收益率更是触及4%的心理关口，上升29个基点至4.231%，这也是日本主权债券30余年来首度迈入“4时代”。德国、法国等主要经济体长债收益率同步跃升。有分析指出，此次全球债市震荡是由美国威胁对欧洲加征新一轮关税、美国财政可可持续性担忧以及美债避险地位的动摇等因素引发的。

近年来，发达国家债务问题在财政纪律松弛与政治博弈僵局共同作用下愈演愈烈。据国际金融协会(IIF)数据，截至2025年9月全球债务总额达345.7万亿美元，为全球国内生产总值(GDP)的3.1倍，其中发达市场未偿债务增至230.6万亿美元的历史峰值。美国联邦债务已逼近39万亿美元，据美国国会预算办公室(CBO)测算，美国财政赤字将从2025年的1.9万亿美元扩大至2035年的2.5万亿美元。美国净利息支出占GDP的比重预计从2025年的3.2%增长至2035年的4.1%。

发达经济体的债务困境源于多重矛盾。一方面长期依赖债务驱动增长，形成“借新还旧”路径依赖；另一方面，人口老龄化推高福利支出。如欧盟国家社保支出占GDP比重在迅速向30%迈进，而欧洲民粹主义倒逼福利扩张也在不断加剧财政刚性。此外，近年来，为应对疫情、地缘冲突及产业竞争，美、日等国持续扩大财政支出，导致债务规模攀升至危险水平。

更严峻的是，政治极化使财政整顿步履维艰：美国国会屡次因预算案陷入僵局，日本首相高市早苗为选举承诺暂停征收食品消费税，并推出3300亿美元的人工智能(AI)和半导体芯片投资计划，类似的问题层出不穷，进一步加剧市场对债务可持续性的担忧。当发达经济体的政策制定者习惯于用债务驱动短期增长，而非推进结构性改革时，市场信心的崩塌只是时间问题。

如今，市场的疑虑已通过资产价格的连锁反应显露无遗。首先是主权债券避险属性的褪色。在特朗普政府一度威胁欧洲就“全面、彻底购买格陵兰岛”与美国达成协议背景下，丹麦、瑞典等国基金宣布抛售美债，直言美国财政状况“长期不可持续”。也有报道称，日本保险公司为应对本土收益率上升，开始减持美债头寸。这些举动动摇了美债作为“全球资产定价之锚”的地位。与此同时，套息交易平仓放大了波动：日本国债收益率飙升后，投资者被迫抛售美债以回流资金，形成跨市场的负面反馈循环。这一切反映出投资者将发达国家债务视为安全港的信心正在动摇。

当前，全球债市面临多方风险。一是债务货币化压力加剧。若经济衰退迫使发达经济体央行重返量化宽松，通过印钞缓解政府偿债压力，可能引起发达经济体法定货币信用危机，推动黄金等硬资产长期走强。二是财政紧缩与社会动荡的恶性循环。部分经济体可能被迫削减福利或增税，但政治阻力极大，类似欧洲债务危机期间的社会撕裂或重演。三是国际资本流动的重构。新兴市场若维持较低债务与较高增长，可能吸引资金从发达国家分流，加速全球金融格局的多极化。短期来看，全球债市能否稳定与发达经济体政策息息相关。若美国能主动缓和贸易冲突，日本提出可信的财政整固方案，债市或许能够暂时收获喘息之机。如若不然，任何风吹草动都可能成为“压垮骆驼的最后一根稻草”。

本轮债市动荡反映出发达经济体“借新还旧”游戏难以维系的严酷现实。当高利率揭开财政脆弱性，而政治内耗阻碍结构性改革时，发达国家依靠债务扩张换取经济增长的时代已接近终点。或许，一场漫长的财政出清与金融秩序重构迫在眉睫。



韩国陷入“K型”分化困局

本报记者 杨明



消费者在韩国首尔广藏市场一家经营韩服面料的店铺选购。
新华社记者 姚琪琳摄

尽管韩国综合股价指数(KOSPI)近日历史性突破5000点关口，但韩国实体经济的基本面却呈现出令人担忧的疲态。韩国央行日前公布的数据显示，2025年韩国实际国内生产总值(GDP)增长率仅为1.0%，四季度GDP环比出现0.3%的负增长，为经济前景蒙上了一层阴影。

数据显示，韩国经济正陷入一种“K型”分化的困境：以半导体为代表的少数高科技产业一枝独秀，而内需、消费和传统制造业则普遍低迷。“K型”分化是指在经济复苏中，不同社会阶层、行业或群体的经济状况呈现明显背离趋势。一些

群体经济状况快速改善，而另一些群体则持续恶化，形成类似字母“K”的走势。

深入剖析韩国去年1.0%的经济增长率可以发现，其构成极不均衡。韩国央行的报告显示，在这1.0个百分点的增长中，仅半导体产业的贡献就高达0.6个百分点。若剔除以半导体为核心的IT制造业，韩国去年的经济增长率将骤降至0.4%。这一数据清晰地表明，韩国经济正行走在“半导体独木桥”上。

专家指出，全球对人工智能(AI)和数据中心的需求激增，导致半导体市场出现超额需求和价格上涨，支撑了韩国的出口表现。然而，这种单一产业依

赖的增长模式充满了不确定性，AI泡沫的出现以及潜在的贸易和外交风险，都可能导致半导体出口随时面临急剧下滑的局面，届时韩国经济将遭受重创。

更深层次的问题在于，半导体产业繁荣所带来的“涓滴效应”正在逐渐消失。传统上，出口旺盛会带动企业增加投资、扩大雇佣，从而提升国民收入和消费，最终提振内需。然而，这一良性循环在2025年的韩国并未出现。数据显示，去年四季度，韩国的设备投资环比下降了1.8%，居民消费支出仅微增0.3%。企业更倾向于将资金投向海外，以利用更灵活的劳动力市场、更少的监管和规避关税。资本的外流和投资的疲软，使得出口的煦风未能吹暖韩国国内经济的每一个角落。

根据韩国财政经济部和央行发布的数据显示，受累于经济低增长和韩元贬值的双重打击，2025年韩国人均GDP时隔3年再次下滑，预计为36107美元，同

韩国央行日前公布数据显示

2025年韩国实际国内生产总值增长率仅为 **1.0%** 半导体产业贡献高达 **0.6个百分点**

比减少0.3%。而美元对韩元的平均汇率达到历史性的1:1422.16，相较前一年的1:1363.98贬值4.3%，这直接导致以美元计价的GDP规模缩水。

内需的疲软同样是拖累经济增长的关键因素。2025年四季度，建设投资萎缩9.9%，这是自1998年亚洲金融危机以来的最差表现。建筑和土木工程的全线下滑，严重拖累了整体经济。此外，占韩国就业人口70%以上的中小企业和个体工商户正面临前所未有的困境。近两成的韩国中小企业已沦为无法用营业利润偿还利息的“僵尸企业”，而在2024年，韩国个体工商户的停业申报数量更是首次突破100万件，创下历史新高。这种“K型”经济增长模式的背后，是社会经济活力的普遍下降和结构性矛盾的日益尖锐。

展望今年，韩国经济依然面临重重挑战。尽管政府和韩国央行预测今年的增长率有望达到1.8%至1.9%，但这依然是建立在半导体产业持续繁荣的乐观预期之上。短期内，AI投资和半导体设备扩建可能成为经济增长的上行动力。政府预算的扩大和部分社会资本投资的增加，也可能为经济提供一定的支撑。

然而，高昂的建筑成本、地方房地产市场持续低迷以及钢铁、石化等主要产业面临的结构性调整迟滞等问题，都可能成为韩国经济复苏路上的绊脚石。有专家指出，面对这一系列结构性难题，若不能通过果断的制度改革等来改善企业营商环境、激发国内投资活力，韩国经济有可能陷入长期的低增长泥潭。



在印度尼西亚万隆，一列雅万高铁高速动车组列车驶出德卡鲁尔站。
新华社记者 徐钦摄

影响。

希腊《每日报》高度关注高质量共建“一带一路”的落地情况，相关报道援引国际研究数据指出，2025年共建“一带一路”相关投资规模大幅增长，中国加快推进海外投资与项目布局，新签署的投资和合作协议主要集中在天然气和绿色能源等领域，覆盖非洲和东南亚等地区，显示出在全球地缘政治和经济格局波动背景下，共建“一带一路”倡议的国际影响力仍在持续扩大。

中欧经贸关系方面，欧洲官方机构发布的数据进一步印证了中欧双方经贸联系的体量和稳定性。欧洲议会研究服务处(EPRS)发布的信息简报显示，中国与欧盟互为重要贸易伙伴，中国经济增速高于欧盟平均水平，中欧贸易占全球贸易的近30%。欧盟统计局数据显示，中国是欧盟主要的进口来源国，同时也是欧盟重要出口市场，中欧经贸关系具有高度嵌入性。欧盟理事会发布的事实清单指出，中欧经贸关系在全球贸易体系中占据重要位置，是双方关系的重要现实基础。

希腊央行副行长西奥多·佩拉吉迪斯在接受记者采访时表示，当许多欧洲国家经济增长面临压力之际，中国却成功实现5%的增长率，这证明了中国实施适度宽松的货币政策是正确举措。配合这一政策，财政部门通过定向财政刺激计划助力经济增长。在

目前充满敌意和对抗的国际环境中，欧中双方积极开展对话、避免损害互信与经济合作的举措尤为可贵。

希腊有关市场人士指出，在自由贸易政策下，各国的比较优势理应由市场机制自然形成和体现。就希腊而言，虽然市场规模相对有限，但也意味着希腊企业需要更加主动地开拓更为广阔的中国市场。希腊产品，特别是农产品，在品质和特色方面具有明

显优势，具备进一步扩大对华出口的良好基础。与此同时，中国在物流领域的投资经验和能力，有望与比雷埃夫斯港既有项目形成互补效应，进一步提升区域物流效率。此外，希腊当前约有10万个就业岗位空缺，这其中也蕴含着新的合作机遇，尤其是在建筑、旅游和农业等领域，未来不排除吸引更多中国专业人才来希腊发展的可能性。

国际经济观察

刚性较强，难以在短时期内实现大幅贬值。在俄乌冲突爆发后，俄罗斯将黄金列为各国“关键矿产”列表中重要组成部分。有媒体指出，白银日益成为供求严重失衡的“战略资产”。

供求失衡能解释银价上涨，却无法解释国际银价涨幅曲线如此“陡峭”。市场普遍认为，美国施压关税破坏全球秩序、加剧地缘政治紧张引发避险情绪高涨等才是这一轮贵金属价格高企的主要原因。在国际金价已处于高位时，白银就成为承接市场避险情绪的重要标的。

白银与黄金一样，是人类文明发展史中长期作为一般等价物的“硬通货”。每一次地缘局势紧张，它们都是资产保值和避险的重要流向。2025年以来，全球地缘局势发生重大变化。美国关税升级、制裁泛化并频繁对外施压，加剧市场不安，避险情绪上升，资金涌入黄金和白银市场，推动金银价格持续飙升。与此同时，市场出现某种程度“去美元化”现象，不少经济体央行抛售美国国债，增持黄金，带来美元指数波动，推动贵金属价格上涨。

美国市场分析师彼得·格兰特说，地缘政治紧张局势和美元普遍疲软是这一轮白银价格上涨的关键驱动因素。投资机构“布列塔尼亚全球市场”金属分析师尼尔·韦尔奇23日在一份报告中提到，地缘政治动荡、美国政府施压美联储都持续刺激全球避险情绪。

展望后市，市场普遍认为，若全球白银供需基本面和地缘紧张局势不改变，银价或将持续高位波动。对全球经济而言，银价破百不仅是一轮行情的结果，更是一面镜子，映照出当前世界经济在不稳定与再平衡之间艰难行进。