

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜

张润锋 杨童舒

政策不确定性如何影响 2025 年美国经济增长？

——美国经济年中回顾及展望

阅读摘要

回顾 2025 上半年，一季度美国经济增速大幅下滑至负增长，低于我们 2024 年底的预测。总体来看，特朗普政府“对等关税”政策带来的一季度净出口大幅下滑为主要原因。此外，就业市场放缓信号增强，反映私人部门就业的 ADP 数据大幅下滑。通胀压力依然不容忽视，虽然 CPI 与 PCE 同比增速有所回落，但核心通胀距离 2% 目标仍有较大距离，美联储压力仍存。

展望下半年，美国经济将继续受到“特朗普 2.0”政策的影响，基准情形（美联储 2025 年累计降息 2 次左右）下，预计美国经济增长趋势将保持“前低后高”，全年维持温和增长的态势，中性情形下 GDP 增速有望达到 1.5%。消费方面，居民资产负债表较为健康，关税政策冲击消费信心、财政扩张提振消费，预期下半年消费保持温和正增长。投资增长短期内料较缓、长端利率或在三季度美联储降息后有所回落，对地产、企业投资有一定提振，相应的私人投资增速在三季度后或相对提升，整体较温和。

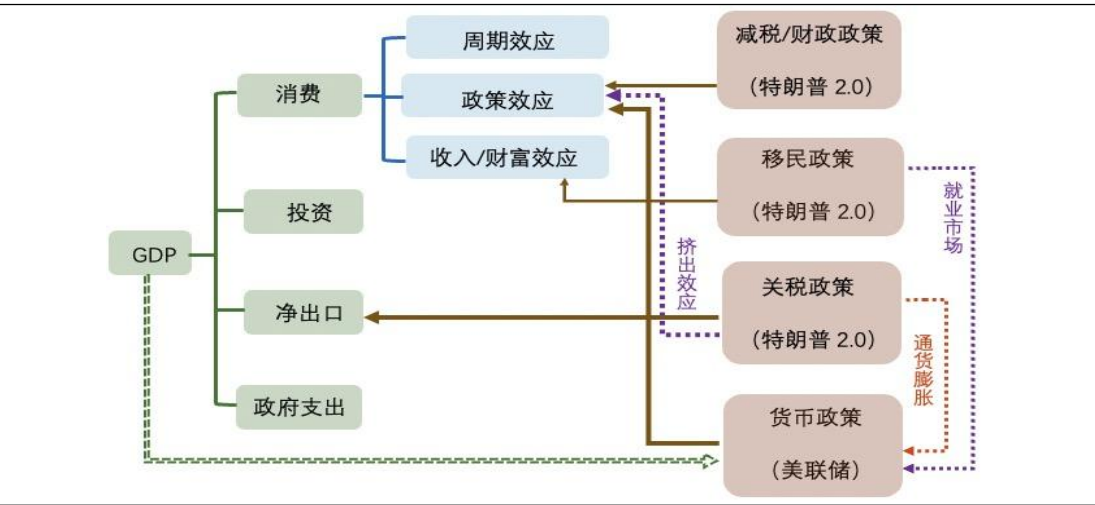
政策不确定性如何影响 2025 年美国经济增长？

——美国经济年中回顾及展望

一、回顾：2025 年上半年美国经济表现远弱于预期

2025 年一季度美国经济增速大幅下滑至负增长（GDP 环比折年率：-0.5%），较 2024 年三、四季度（环比折年率分别为：3.1%、2.4%）的增速显著放缓，明显低于我们 2024 年底的预测，核心在于“对等关税”政策烈度、反复性明显超预期（见图表 1）。具体表现为：（1）“对等关税”政策扰动一季度净出口大幅下滑，目前关税谈判仍在进行中，预期二三季度影响有所缓解。（2）就业市场放缓信号增强，虽然非农数据及失业率依然稳健，但反映私人部门就业的 ADP 数据大幅下滑。（3）价格指数方面，通胀压力依然不容忽视，虽然 CPI 与 PCE 同比增速有所回落，但核心通胀距离 2% 目标仍有较大距离，美联储压力仍存。

图表 1：“特朗普 2.0”政策对美国经济的复杂影响（示意图）



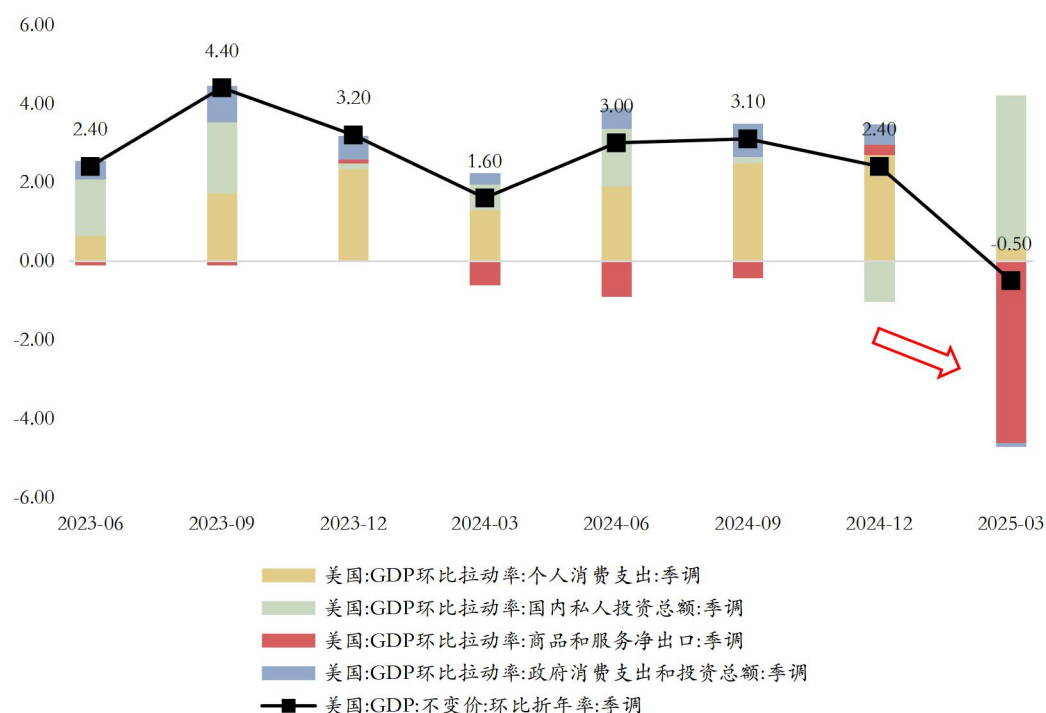
数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

具体而言：

增长：一季度“抢进口”效应及个人消费增速放缓拖累明显，私人投资表现强劲，二季度有望温和回升。分部门来看：**消费方面**，由于消费者信心大幅下挫，耐用品消费下滑导致商品消费增长大幅放缓（0.01%，对环比折年率的拉动率，下同），同时服务消费（+0.30%）增长有所降温。**投资方面**，库存投资（+2.59%）及固定资产投资（+1.31%）表现亮眼。**进出口方面**，对特朗普“对等关税”政策的担忧情绪促使美国厂商自年初抢先囤货，进口激增显著拖累净出口（-4.61%）。政府支出（-0.10%）由升转跌但影响相对较小。亚特兰大联储的 GDPNow 模型预估美国二季度实际 GDP 增长率为 2.6%¹。再往后看，第一轮“抢进口”基本结束，特朗普政府将贸易谈判截止日期推迟到 8 月 1 日，且不排除进一步推迟的可能性。预期三季度“抢出口”效应不会完全消失，但较一季度将会大幅减弱。

¹ 7 月 11 日预测数据。详见：<https://www.atlantafed.org/cqer/research/gdpnow>。

图表 2：一季度进口拖累美国经济增速

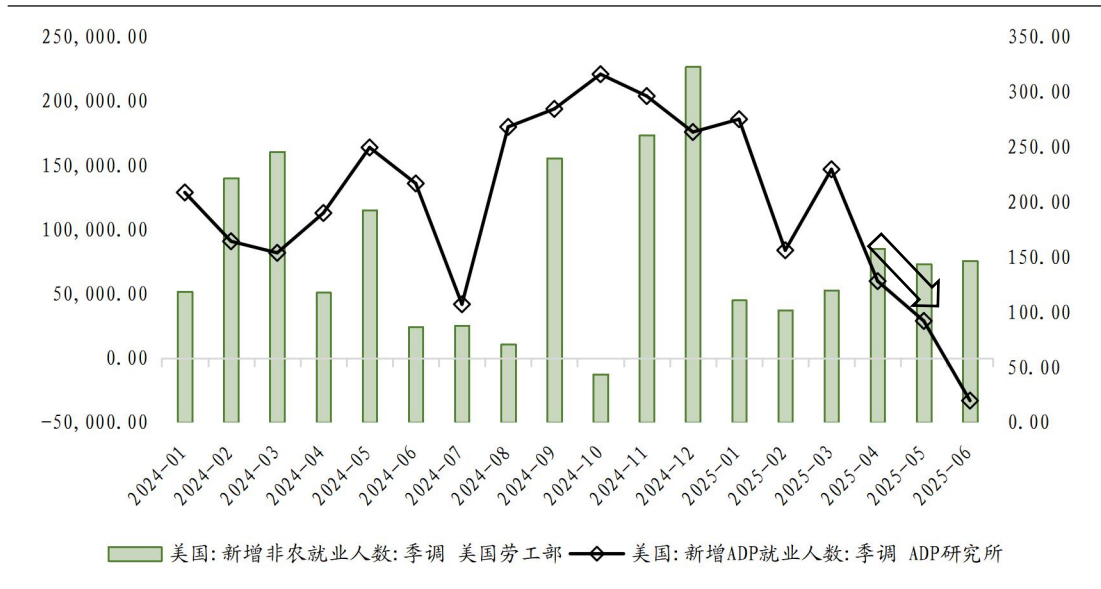


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

就业市场：就业市场放缓信号增强，虽然非农及失业率数据依然稳健，但反映私人部门就业的 ADP 数据大幅下滑。一方面，非农就业数据较为稳健。2025 年 1-6 月美国月均新增非农就业人数为 13.0 万人，与 2023、2024 年（月均新增分别 21.6、16.8 万人）相比有较大幅度走弱。但 2025 年以来，新增非农就业人数基本保持增长趋势：上半年月均复合增速为 5.8%。主要原因是特朗普政府移民政策令劳动移民在 1-3 月经历了较大增长，随后下落。劳动移民的增加为上半年就业市场韧性提供了一定的支撑。但另一方面，其他口径的劳动力市场数据在放缓。（1）市场较为敏感的私营部门就业走弱，主要表现为小非农 ADP 新增就业数据大幅走弱：从

1 月份的 18.6 万人下行至 6 月份的-3.3 万人，月均新增就业人数为 7.8 万人，较 2024、2025 年均值（分别为：14.4 万人、11.3 万人）有较大幅度的下行。（2）供需缺口进一步弥合，反映劳动力市场韧性降低。4 月职位空缺率（=职位空缺数/失业人数）降至 1.03，较 2024 年 12 月（职位空缺率：1.09）进一步下降，反映供需缺口接近弥合，劳动力市场接近平衡。（3）永久性失业者增多，至 5 月永久性失业占失业人数的比例较 2024 年末上升了 1.7%，新进及重进劳动力市场的失业者比例增加了 2.6%，而暂时性失业、临时工、主动离职的比例共下降了 5.1%，表明劳动力市场结构正在恶化。

图表 3：非农 NFP 新增就业与小非农 ADP 新增就业出现背离

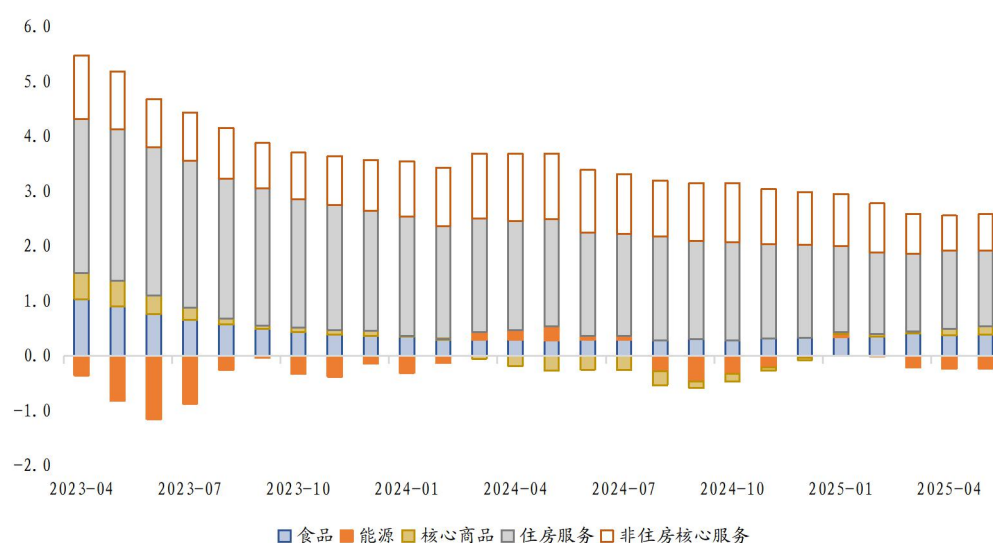


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

通胀：通胀压力依然不容忽视，虽然 CPI 与 PCE 同比增速有所回落，但核心通胀距离 2% 目标仍有较大距离，美联储压力仍存。2025 年以来通胀呈“V 型”降温，CPI 同比增速在 1-4 月保持下降趋势至 2.3%，但 5 月回升至 2.4%；核心

CPI 保持一定粘性，自 1 月的 3.3% 降至 3 月的 2.8% 并维持在该水平。PCE 与 CPI 走势基本一致，但核心 PCE 波动较大并出现边际反弹，5 月保持在 2.7%。**分项看：**（1）房价涨幅趋于温和，标普/CS 房价指数同比涨幅回落至 3.4%（疫情前²均值 5.0%），Zillow 租金同比涨幅也稳定在 3.0%-3.5% 区间，住房对通胀拉动率走低。（2）就业市场降温，非住房核心服务对通胀拉动率自 1 月的 1.0% 下滑至 5 月的 0.7%，运输服务的降温是主要因素（拉动率自 0.5% 下降至 0.2%）。（3）地缘冲突对大宗商品价格的扰动较为短暂，食品价格的小幅上涨与能源价格下跌互相抵消。

图表 4：通胀缓步降温



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、展望：中性情形下全年 GDP 增速有望达到 1.5%

总体来看，2025 下半年美国经济将继续受到“特朗普

² 2016 年至 2019 年，下同。

2.0”政策³的影响，考虑到一季度经济表现明显低于预期，我们下调全年增长预测（从2.0%下调至1.5%）。基准情形（美联储2025年累计降息2次左右）下，预计美国经济增长趋势将保持“前低后高”，全年维持温和增长的态势，GDP增速有望达到1.5%。

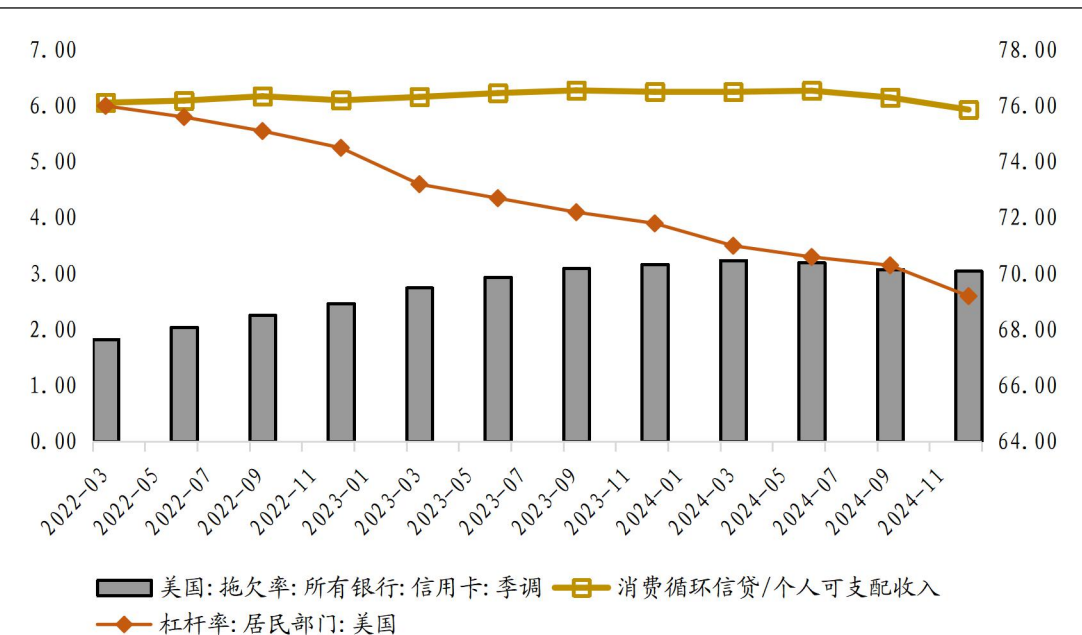
（一）消费：消费者信心缓慢回升，预期下半年消费保持温和正增长

1. 周期效应：居民资产负债表整体较为健康。

居民部门资产负债表保持稳健。截至2024年四季度，居民部门杠杆率延续降至69.2%，处于相对低位。信用卡拖欠率延续第二个季度下降，2025年一季度为3.05%；截至2025年3月，消费信贷占可支配收入的比例5.85%，为2022年以来最低水平。实际薪资上涨改善财务状况、举债消费空间尚存。非农平均实际时薪同比增速自1月的0.95%回升至5月的1.47%，居民可支配收入提升，偿债能力有所改善。

³ 详见前期报告《“特朗普2.0时代”可能会有哪些变化——政策及经济篇》。

图表 5：居民资产负债表较为健康



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

2. 政策效应：关税政策对于消费信心有所冲击，但财政扩张预期提振消费。

(1) 关税政策：关税政策对通胀的影响预期在三季度有所表现，消费信心有望延续温和回升但仍处低位。总体来看，上半年 PCE 与 CPI 同比增速虽有上涨，但幅度有限：CPI 同比增速从底部 4 月的 2.3% 回升至 5 月的 2.4%，PCE 与 CPI 走势基本一致。但下半年，预期通胀的压力将有所表现，包括前期 232 加征的汽车零件、钢铁、铝的进口价格，将从厂商成本逐渐向消费者转移。同时，关税政策不确定性反复背景下，消费者信心温和回升但仍偏低。目前密歇根大学消费者信心指数已从 5 月底部的 52.2 回升至 6 月的 60.7，但距离 1 月的 71.6 仍有较大距离。

(2) 财政政策：预计财政总体扩张对私人消费有一定

提振。上半年政府效率部（DOGE）通过政府雇佣裁员，累计共减支 1,800 亿美元⁴。《大而美法案》（One Big Beautiful Bill Act）对特朗普第一任期的减税政策进行了延续。除此之外，将美国联邦政府法定债务上限提高 5 万亿美元，预期将会在十年内增加美国政府主要预算赤字（primary deficit）共 2.4 万亿美元⁵。根据 Tax Foundation 研究，《大而美法案》将推动税前工资增长 0.4%，对私人消费有一定提振效应。

3. 财富效应：对私人消费整体呈掣肘效应。

特朗普政策持续反复，美股虽然总体保持上涨趋势，但是波动率大幅上升（标普 500 前 5 个月波动率指数均值为 21.6，远高于 2024 年全年均值的 15.6），尤其是 4 月初“对等关税”引起市场大幅下跌。股市大幅波动下，投资美股的性价比降低，从而一定程度上削弱了美国居民的财富效应。EPFR 数据显示，2025 年以来的 3 月、5 月，美股资金均净流出。此外，长端利率粘性制约房价涨幅，亦影响居民财富增值。

（二）投资：美联储降息之后预期对利率敏感的地产、企业投资等行业有所回暖

上半年，库存投资因零售商、制造商补库不明显而放缓，地产投资及企业投资短期内因长端利率粘性仍受限。2025 年下半年私人投资的增长短期内料较缓、长端利率或在三季度美联储降息后有所回落，对地产、企业投资有一定提振，相

⁴ 数据来源于美国政府效率部官网，详见链接 <https://doqe.gov/savings>。

⁵ 该结果为美国国会预算办公室（CBO）测算得出。

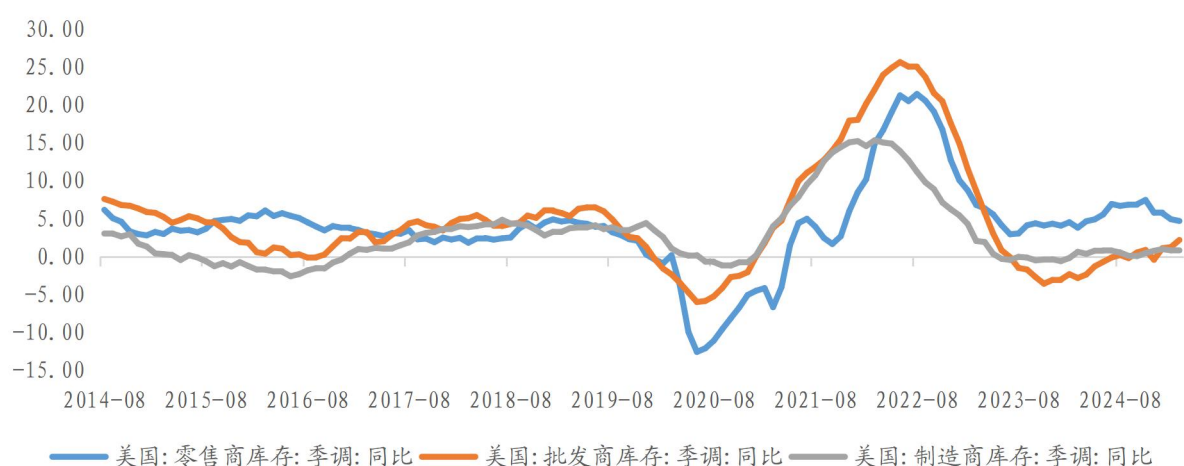
应的私人投资增速在三季度后或相对提升，整体较温和。

1. 库存投资：关税政策下“抢进口”带动中游补库明显，但下游受经济放缓掣肘、上游观望情绪浓厚。

总体看，2024年中至今库存周期持续处于“弱补库”阶段，库存增速保持在2%-3%的低个位数。分库存结构看，下游零售商库存同比增速自年初以来延续小幅下滑趋势，主要受到美国国内经济放缓和消费动能减弱的影响。5月零售销售环比增速进一步下滑⁶、核心零售销售环比增速由升转跌⁷。

“抢进口”需求下年初以来中游批发商补库速度明显加快（1-3月批发商库存同比增速均值1.53%、显著高于2024年下半年均值0.17%，见图表6）。由于关税政策变数尚存，叠加上轮周期上游去库不明显、库销比偏高，上游制造商仍在等待经济信号的进一步明确、补库迹象尚不明显。整体而言，下半年补库对投资的拉动作用料有限。

图表 6：关税政策下“抢进口”带动中游补库，但上游观望情绪明显、下游受需求放缓而降温



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

⁶ -0.91%，前值-0.22%。

⁷ -0.28%，前值0.04%。

2. 地产投资：长端利率迟迟未见回落掣肘地产投资扩张。

目前利率水平依然处于对房地产投资有限制性的水平。

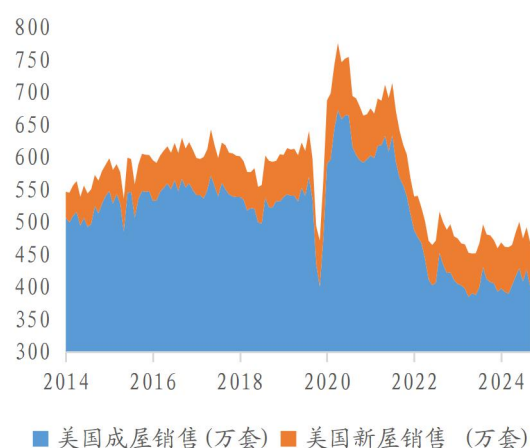
长端利率仍保持粘性，截至 5 月，30 年抵押贷款利率为 6.8%、仍略高于 Zillow 房屋租金收益率⁸（6.7%）（见图表 7），因此目前成屋及新屋销售水平尚未出现显著反弹（见图表 8）。长端利率受美债余额高企、财政困局及关税引发市场对二次通胀的忧虑影响未见明显回落，短时间内地产投资扩张仍然受限制。

图表 7：目前住房抵押贷款利率与房屋租金收益率相当



数据来源：Zillow、WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：目前成屋、新屋销售暂无回暖迹象



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 企业投资：成本收益比改善较为缓慢，技术周期推动知识产权投资，企业投资意愿亦受贸易不确定性掣肘。

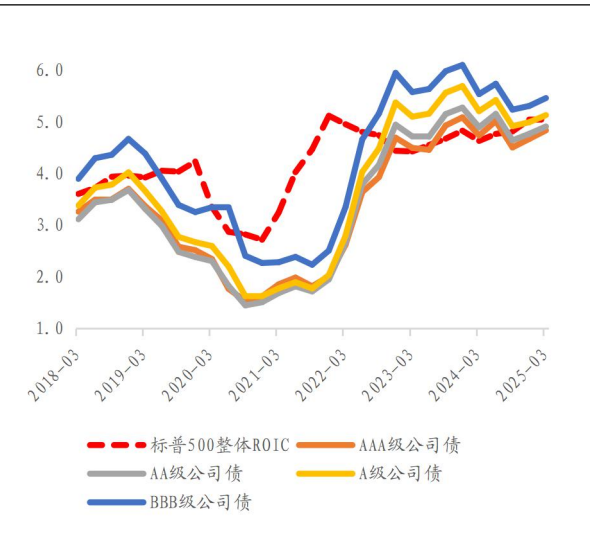
设备投资增长料较缓，市场利率处于对企业投资产生限制性的临界水平。截至 2024 年三季度，标普 500 成分股投入资本回报率（ROIC⁹）回升至 5.1%¹⁰，与投资级企业债利率

⁸ 数据来源详见链接 <https://www.zillow.com/research/data/>。

⁹ 即成份股归属母公司股东的净利润 TTM 与全部投入资本的比值，计算公式为 ROIC=归属母公司股东的净利

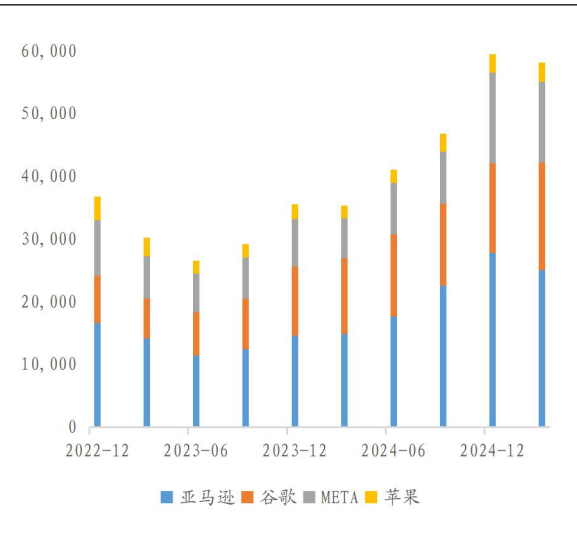
相当(高于 AAA、AA 级企业债利率但略低于 A 级企业债利率),长端利率高企将令设备投资的成本效益比改善进程变得较为缓慢。同时,外贸的不确定性促使企业短期内对设备投资或保持观望、甚至推迟或者减少相应投资。知识产权投资增长较快但一季度边际有所放缓,AI 应用场景推广促进相应投资,四大厂商¹¹资本开支增长可观但 2025 年一季度起增速有所放缓,最近三个季度分别同比增 60.5%、67.1%、64.8%。同时,预计去监管政策在 2025 年下半年会有进展,涉及金融、化石能源、AI、加密货币、医药等领域。

图表 9：标普 500 整体 ROIC 介于 AA 级公司债级 A 级公司债之间



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 10：四大厂商资本开支有所放缓（百万美元）



数据来源：公司财报、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

考虑到前期“抢进口”已经前置部分进口需求，“对等关税”摩擦形势最严峻的时候已过，下半年净出口对美国经

润 (TTM) / 全部投入资本 (MRQ) * 100%。

¹⁰ 数据来源为 wind 板块数据浏览器。

¹¹ 谷歌、微软、Meta、亚马逊。

济增长的负面拖累影响或明显减弱。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。