

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 吴起睿
张润锋 杨童舒

多重约束下的韧性与分化

——美国 2025 年经济回顾及 2026 年展望

阅读摘要

回顾 2025 年，美国经济在政策扰动下呈“前低后高”特征，预估全年 GDP 增速约 1.8%-2.0%。上半年，加征关税预期刺激美国厂商“抢进口”囤积货物、净出口拖累 GDP 短暂转负。在关税预期影响下，通胀略有降温，移民政策令失业率处于供需双紧下的“奇异低位平衡”。下半年，关税正式落地、政府停摆、流动性短暂收紧影响下，通胀出现缓步回升迹象，就业市场下行压力加大，但关税落地令进出口回升，GDP 增速在消费支撑下呈现“压力下的韧性”。

展望 2026 年，美国经济预计将在通胀压力、就业放缓、政策转向与结构分化的多重变量作用下，呈现“韧性与不平衡并存”的特征，中性情形下我们预测 GDP 增速在 2.3% 左右。一方面，私人消费在薪资分化、财富效应与关税传导的共同作用下，呈现“K 型”分化趋势，关注或有资产价格回落拖累财富效应。另一方面，降息周期启动与积极财政政策延续将对投资形成提振，利率限制效应逐步解除，库存、地产与企业设备投资有望阶段性回暖，中性情形下 AI 投资增速料温和放缓。

就业市场信号复杂，结构性失衡抬头，劳动力市场的“供需错位”正成为长期约束。通胀方面，关税成本自生产端向消费端逐步传导，核心商品价格上涨与服务价格黏性预期在一季度推升通胀中枢。在此背景下，美联储政策面临更严峻的“四边困境”——通胀反弹、增长放缓、流动性风险与“独立性”政策压力交织。中性情形（关税、地缘摩擦形势延续缓和，AI 商业化进展逐步推进）下，预计 2026 年美联储将维持数据依赖的“适度宽松”政策，大概率降息 2 次、50BP，美债短端利率下行、长端利率受限，曲线“牛陡”趋势延续。

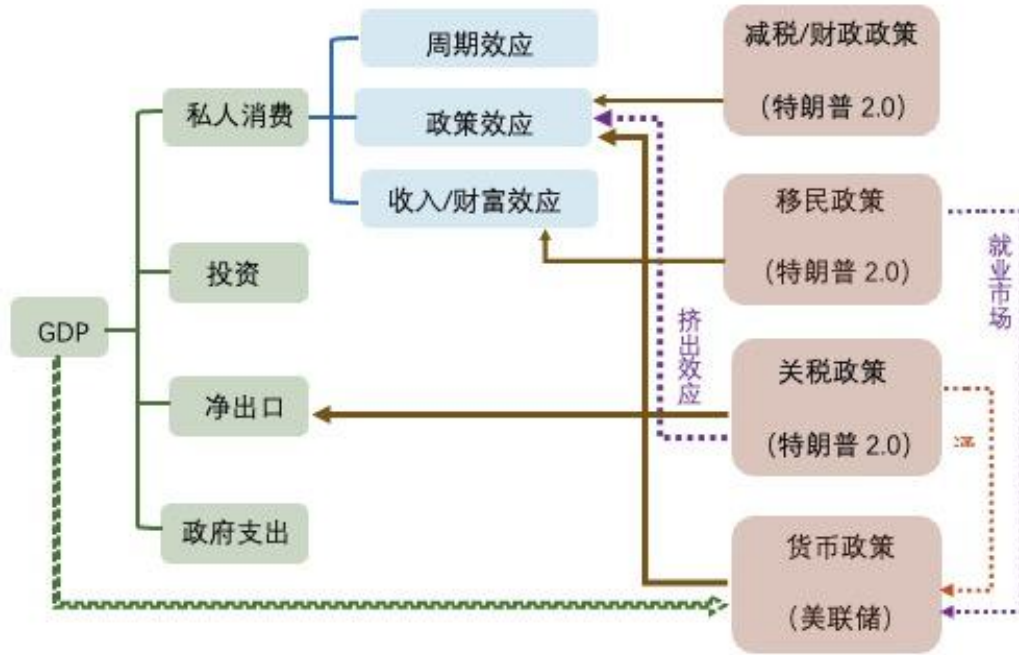
注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

多重约束下的韧性与分化

——美国 2025 年经济回顾及 2026 年展望

图表 1：“特朗普 2.0”政策对 2025 年美国经济的影响（示意图）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

一、多因素共振下 2026 年私人消费展望：中性情形下增速仍具一定韧性，结构上“K 型”分化

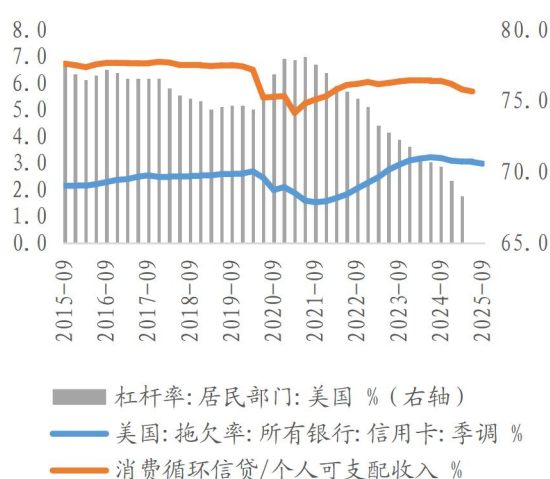
综合周期效应的薪资增速、政策效应的关税和财政政策影响，以及财富效应的持续演绎，预计 2026 年美国私人消费呈高收入群体消费韧性、低收入群体消费降温的“K 型”分化。此外，考虑 2026 年上半年就业市场放缓压力、通胀压力大于下半年，私人消费表现或呈“前低后高”特征。中性情形下，全年私人消费增速预计在 2.3% 左右。

1. 周期效应：薪资增速的“K 型”分化预计逐渐影响私

人消费“K型”分化。

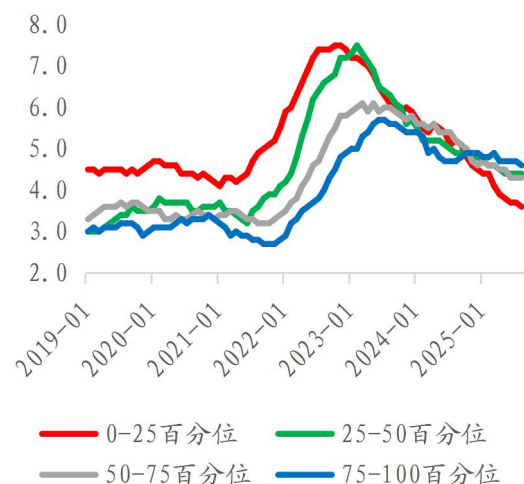
美国居民资产负债表整体健康。居民杠杆率自 2024 年四季度的 69.4%小幅下降到 2025 年一季度的 68.3%，信用卡拖欠率自 2024 年四季度的 3.1%小幅下降至 2025 年第三季度的 3.0%，循环信贷占可支配收入的比例自 1 月的 5.8%略下降至 8 月的 5.7%（见图表 2）。但薪资增速“K 型”分化，低收入群体薪资增速放缓最为严重。美国非农时薪 2025 年 9 月增至 36.7 美元/时，而薪资同比增速在 2023 年初即见顶，以不同收入水平群体进行划分，截至 2025 年 8 月，收入居于末 25%群体薪资增速放缓至 3.6%(较年初下滑 0.8 个百分点)，而收入居于前 25%群体薪资增速为 4.7%（与年初基本持平）¹（见图表 3）。AI 等科技叙事主导下，2026 年美国就业市场整体面临进一步降温压力，预计薪资增速的“K 型”分化逐渐影响私人消费表现。

图表 2：居民资产负债表整体健康



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 3：低收入群体薪资增速放缓最为严重



数据来源: Fed、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

¹ 数据来源于亚特兰大联储。

2. 政策效应：关税政策、财政政策预计亦导致美国私人消费“K型”分化。

目前关税政策导致的通胀压力主要由进口端和生产端吸收，预计2026年上半年向消费端传导，对低收入群体消费的影响预计较大。美国进口端、生产端已经出现通胀上行压力，例如进口商品价格指数（IPI）²、生产者价格指数（PPI）³呈现不同程度的上涨脉冲；但向零售端的传导尚不充分，消费者价格指数（CPI）温和上行，包含家电、玩具等最受关税直接影响的核心商品对通胀拉动率并不显著（见图表4）。按历史传导链条和当前库存周期推算，关税压力预计将从2026年一季度开始进入零售端，并在2026年上半年成为CPI重要上行力量（降息可能进一步加大通胀压力），相应在上半年抑制低收入家庭消费、但对高收入家庭影响相对偏小⁴。

《大而美法案》（OBBA）短期对富人/资产持有者更有利，而对低收入家庭改善相对滞后。短期内，包括对遗产税⁵、州与地方税收（SALT）抵扣的调整⁶、最高边际税率的削减⁷等直接利好高收入家庭和资产持有者；对于低收入家庭而言，短期内同时面临税收优惠和关键社会福利的削减⁸，耶鲁大学预计收入末20%家庭的年收入减少约2.9%（约700美元）

² 美国（不包括石油）进口价格指数在2025年中触底，开始出现回升迹象。

³ 2025年7月PPI同比增速3.2%后略有回落，但增速中枢较上半年抬升。

⁴ 耶鲁预算实验室（Budget Lab）研究发现，截至4月2日的所有关税将导致收入处于前10%的家庭可支配收入下降1.1%，而收入处于末10%的家庭可支配收入下降3.5%。

⁵ 永久性免除1,500万美元以下的遗产税。减少财富代际传承的成本。

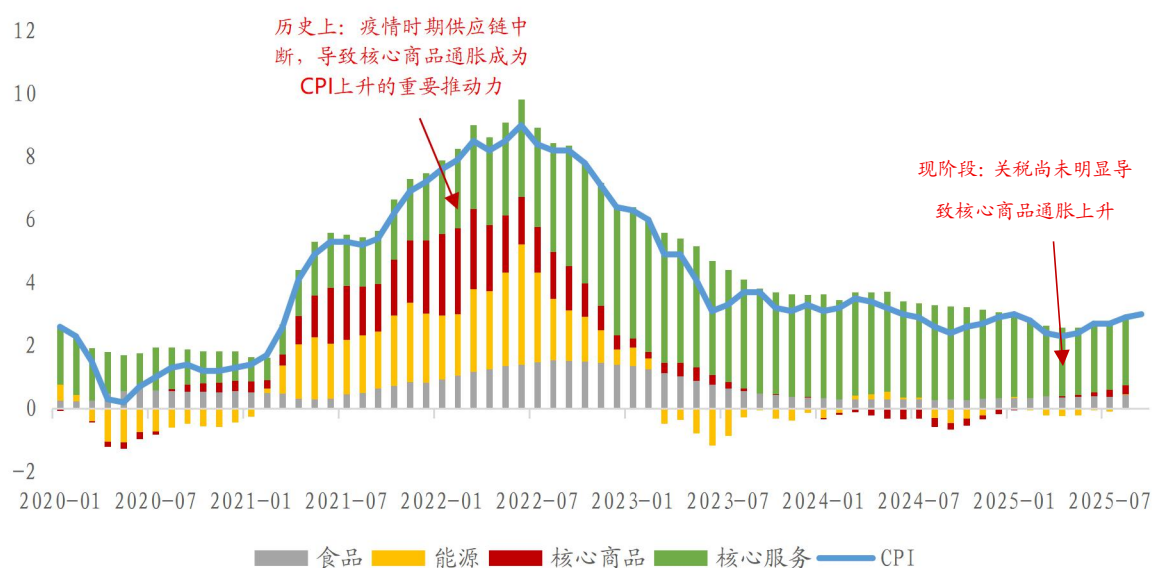
⁶ 将州与地方税收减免上限由10,000美元大幅提高至30,000美元，主要惠及生活在高税收州（如加州、纽约州）的高收入家庭。

⁷ 永久性削减除最低税率以外的所有边际税率，其中最高边际税率的削减直接使收入最高的2%纳税人受益最大

⁸ 法案削减了包括SNAP（即食品券）在内的社会安全网项目，削减了对Medicaid的拨款。

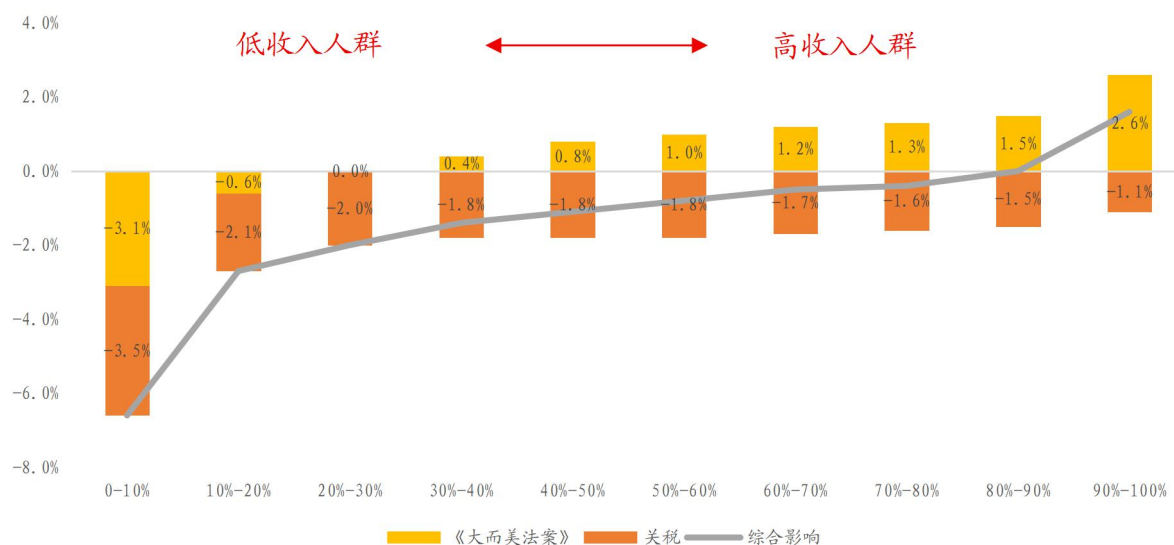
⁹，而从企业利润的增长传导至员工薪资的增加预计相对滞后。

图表 4：美国 CPI 同比增速，以及各细分项拉动率



数据来源：Fed、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 5：关税及《大而美法案》对不同收入百分位家庭的平均收入的影响测算



数据来源：耶鲁预算实验室、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：估算基于截至 2025 年 9 月 3 日的数据

3. 财富效应：财富效应料持续导致私人消费“K 型”分

⁹ 数据源于 The Budget Lab at Yale，详见链接

<https://budgetlab.yale.edu/research/distributional-effects-selected-provisions-house-and-senate-reconciliation-bills>，估算基于截至 2025 年 6 月 30 日的数据。

化，但需关注或有资产价格回落风险。

美国收入最高的前 20%家庭持有全美 87%的股票与共同基金资产、持有全美 56%的房地产¹⁰，美股续创历史新高、房地产价格高位徘徊，财富效应下高收入家庭消费意愿强劲；与之相对应，低收入家庭核心资产主要集中在人力资本和现金/存款，资产价格上涨对其消费刺激有限。2026 年美国济韧性叠加货币、财政双宽松政策支持下，预计美国资产价格暂不具备大幅下跌条件。

但需关注通胀扰动预期降息路径、AI 商业化进展不及预期，资产价格回落及其对财富效应的拖累。当前，美股估值处于历史高位¹¹，叠加市场对 AI 等高科技企业“追逐”逐渐从“技术愿景”回归“商业回报”，加大股票市场调整风险。同时，美国房地产市场价格涨幅收窄，房价中位数连续一年徘徊在 43 万美元关口，房屋库存有所回升（成屋、新屋库存可供出售月数恢复至 4.5、7.4）、叠加降息破局“利率锁定”效应（疫情期间低利率按揭业主不愿在利率高位换房）¹²，亦加大房价调整压力。

二、从去库到补库的逻辑切换：利率限制效应解除助推

¹⁰ 数据来源于美联储，截至 2025 年二季度。

¹¹ 截至 2025 年 11 月末标普 500、纳斯达克指数、道琼斯工业指数市盈率分别为 29.2、42.0、30.5，均处历史高位。

¹² 整体看，当前美国房地产库存处于相对低位。**成屋方面**，根据 2025 年 Q2 的数据，去化月数在 3-4 个月，低于一般水平 5-6 个月（2000 年泡沫高峰期、2008 年危机后一度飙升至 10 个月和 12 个月）。部分业主在疫情期间锁定了 3%以下的低利率，不愿在利率高企时换房，是成屋供给量受限的原因之一。**新房方面**，截至 2025 年 6 月，代售新房约 43 万套，去化月数约 6-7 个月。受建材与人工成本高、审批周期长等因素掣肘，开发商推盘慢，2008 年以后新房建筑量持续低于需求。

2026 年投资回升，中性情形下 AI 投资增速温和放缓

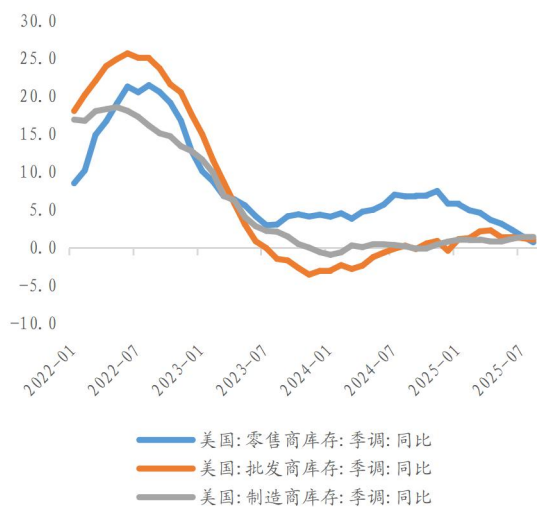
关税不确定性减弱、减税支持逐步落地、美联储延续降息，成本收益改善有望支持 2026 年地产及企业投资，补库逐步恢复提振库存投资，其中 AI 投资增速大概率温和放缓。

1. 库存投资：前期“抢进口”累库逐渐去化，随着关税不确定性减弱及宽财政逐步落地，补库有望缓步恢复。

(1) 对等关税生效前，2024 年美国原处于弱补库状态，2025 年起因特朗普 2.0 政策落地，全面补库转为以中游批发商“抢进口”补库为主（见图表 6），下游因消费动能减弱，上游因制造商保持观望而补库不明显（详见前期报告《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》）；(2) 对等关税生效后，总量看销售、库存均有明显回落、阶段性去库，结构上 3 月起批发商销售增速超过并持续高于零售商销售增速，显示中游消耗前期囤积的存货；(3) 下半年伴随关税不确定性降低，销售增速随之略有回升¹³（见图表 7）。预计 2026 年上半年因消费受就业及通胀压力掣肘放缓、对应销售与库存保持低位，下半年随着压力减轻，有望逐步恢复此前补库进程。

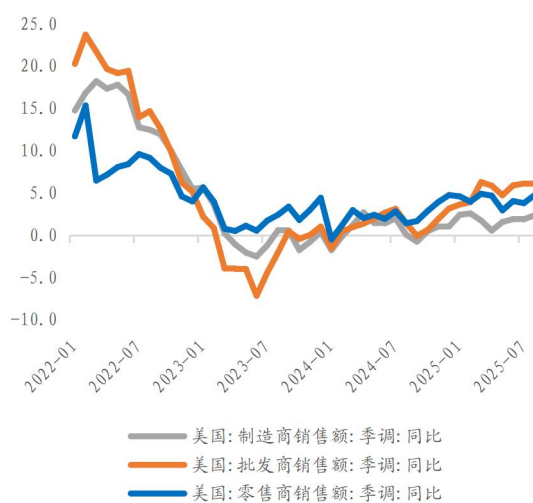
¹³ 9 月美国零售销售环比增 0.2% 低于预期的 0.4% 及 8 月的 0.6%，汽车销售四个月来首次下滑，剔除汽车、汽油的核心零售仅增 0.1%。

图表 6：2025 年零售商库存持续放缓、制造商库存变化不明显，批发商库存存在上半年明显加速、但下半年回落



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 7：2025 年上半年批发商销售加速较明显，下半年零售商销售有所恢复

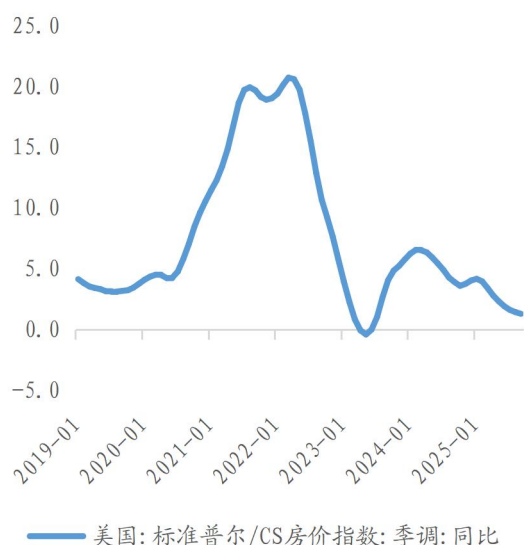


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 地产投资：长端利率有望随着美联储进一步降息而回落，对地产投资的限制效应有望逐步趋弱。

一方面，成屋库存小幅回升、房价涨幅收窄拖累地产投资扩张动能，10 月成屋去化时间小幅提高至 4.5 个月，9 月标准普尔/CS 房价指数同比回落至 1.3%（见图表 8）。但另一方面，目前市场利率对房地产投资的限制已接近解除，10 月 30 年抵押贷款利率为 6.3%、略低于 Zillow 房屋租金收益率 6.5%（见图表 9），也即购房收益略微高于购房成本。随着美联储进一步宽松，利率对地产投资的限制将逐步解除。

图表 8：美国房地产价格同比涨幅缩小



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 9：目前住房抵押贷款利率略低于房屋租金收益率



数据来源：Zillow、WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 企业投资：设备投资资料随降息及去监管进程而逐步改善，AI 关联投资预计温和放缓。（1）类似于地产投资，市场利率对企业投资的限制也接近解除。截至 2025 年三季度，标普 500 成分股投入资本回报率（ROIC¹⁴）升 0.2 个百分点至 5.3%¹⁵，已高于投资级企业债利率（BBB 级公司债利率 5.1%，A 级、AA 级、AAA 级利率更低，见图表 10），也即企业投资收益略高于融资成本，叠加未来企业税收优惠¹⁶有望促使企业增加设备投资。同时，2025 年下半年，金融、能源等领域已有去监管政策落地¹⁷，预计 2026 年随着中期选举临近，特

¹⁴ 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润（TTM）/全部投入资本（MRQ）*100%。

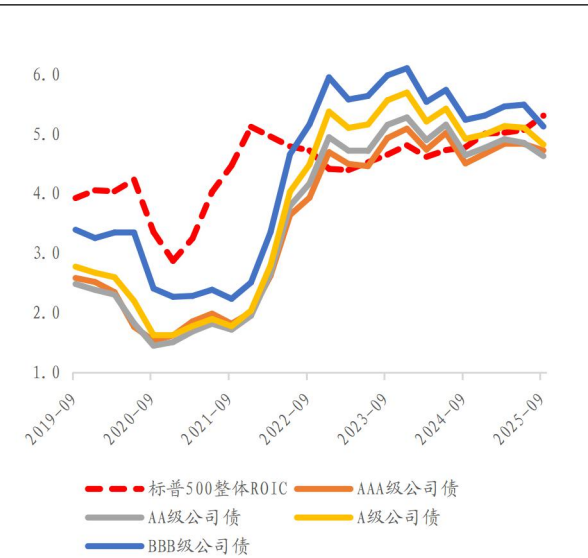
¹⁵ 数据来源为 wind 板块数据浏览器。

¹⁶ （1）设备全额折旧政策，允许企业在购置特定资产时一次性抵扣全部成本；（2）研发费用全额即时扣除；（3）计算利息扣除上限可基于更宽松的 EBITDA 而非 EBIT。

¹⁷ （1）金融方面，美国证券交易委员会（SEC）2026 财年检查重点移除加密货币作为独立检查重点，淡化私募基金的独立板块；（2）能源方面，2025 年 11 月 10 日，美国环境保护署拟对《有毒物质控制法》（TSCA）下全氟烷基和多氟烷基物质（PFAS）的报告规则进行调整。若最终敲定，制造商将无需再就低浓度、进口物品、研发小量等四大类情形向 EPA 递交繁复数据；11 月 21 日，白宫为焦炉、铜冶炼、燃煤电厂等对国

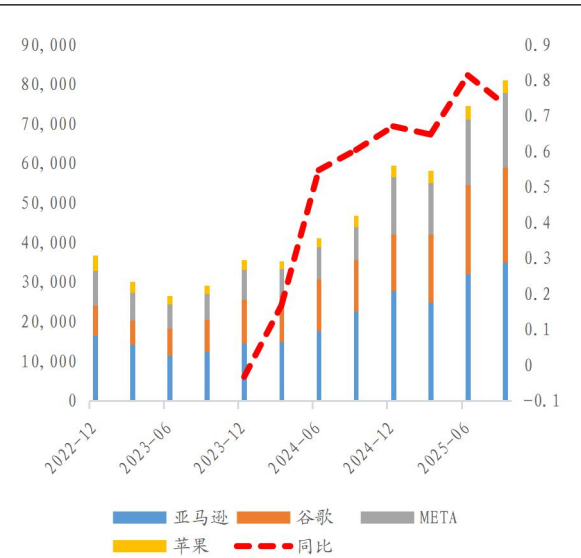
朗普政府将继续推动更多行业放松监管以支持投资和经济增长。(2) 中性情形下，AI 投资料温和放缓。四大厂商¹⁸资本开支增长可观，2025 年前三季度分别同比增 64.8%、81.4%、73.2%（见图表 11）。但能源（如美国基础设施老化¹⁹，电力供给瓶颈逐步凸显²⁰）、冷却、存储等硬件约束逐步显现，以及前期算力部署需要消化和优化，2026 年 AI 投资增速料温和放缓。极端情形下，若商业应用进程受阻，重大监管或安全、地缘风险情形等出现，则可能拖累 AI 投资增速；若商业化进展或技术迭代速度优于预期，则可能加快投资节奏。

图表 10：标普 500 整体 ROIC 有所上升、略高于公司债利率



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 11：四大厂商资本开支及同比增速（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

家安全至关重要的工业设施提供为期两年的监管豁免，使其暂缓执行拜登时期的严格排放标准。

¹⁸ 谷歌、微软、Meta、亚马逊。

¹⁹ 美国土木工程师协会（ASCE）评估显示，其整体评级仅为 C+，70%的变压器已超过 25 年设计寿命，输电线路平均使用年限达 40 年，过去十年投资主要用于维护替换，新增输电能力严重滞后。据北美电力可靠公司（NERC）评估，美国电网负荷备用率仅 20%，抗冲击能力明显不足。

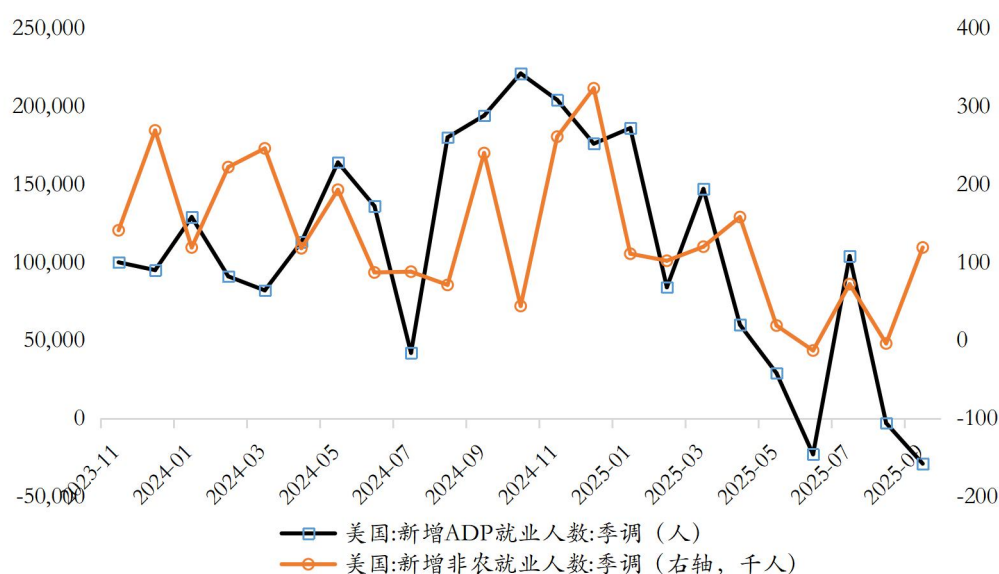
²⁰ 微软 CEO 纳德拉称公司正面临一个前所未有的窘境，“手上有成堆的 GPU，却因为缺电、缺空间，只能闲置”。

三、就业信号模糊与结构失衡并存，关税传导逐步释放， 美联储 2026 年预计偏“鸽”降息

（一）就业信号模糊与结构失衡并存，2026 年劳动力市场预期延续承压，不确定性进一步走升

自 2025 年以来，美国劳动力市场呈现一系列复杂且分化的经济信号。一方面，非农数据波动性大幅上升，频繁的大幅下修削弱了数据的前瞻性信号功能。尚未下修之前，1-6 月的非农就业（NFP）数据与反映私人部门就业的小非农（ADP）数据之间呈现显著“剪刀差”。但劳工部大幅下修使上半年月均新增就业人数自 13.0 万人下降至 8.7 万人，大小非农“剪刀差”有所收窄。二季度非农新增就业累计为 16.4 万人、高于 ADP 就业人数累计增 6.6 万人（见图表 12）。

图表 12：非农 NFP 新增就业与小非农 ADP 新增就业数据

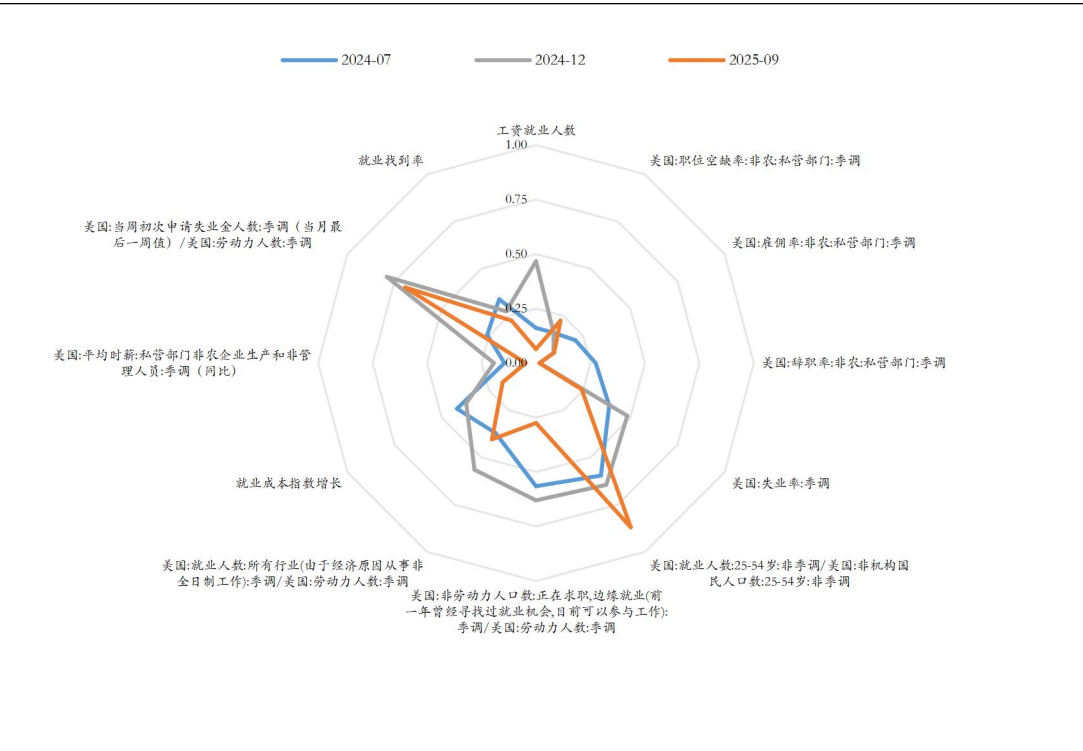


数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

另一方面，年中成为劳动力市场数据变化的重要拐点。自 6 月起，非农就业数据大幅下修（主要来源于政府教育部

门就业的系统性调整)。与此同时，**联邦政府自10月初起爆发的长达43天的关门停摆事件**，进一步扰乱了劳动力市场的短期运行节奏。停摆对政府招聘、审计流程、劳工统计工作产生了延迟效应，也对企业预期与消费者信心造成负面影响，**加剧了市场对经济基本面放缓的担忧**。此外，部分公共服务部门运营中断，间接影响私营领域的招聘计划与临时用工安排，从而使就业数据在统计上产生短期“噪音”。综合来看，系列扰动因素不仅带来了就业数据的**显著后修与信号偏离**，也提示市场当前阶段应更加关注数据的**可修正性与滞后性风险**（详见前期报告《大幅下修的非农数据，是否隐含美国经济走弱的线索？》）（见图表13）。

图表 13：美国劳动力市场“蛛网模型”



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

展望 2026 年，多个层面的信号均显示美国劳动力市场

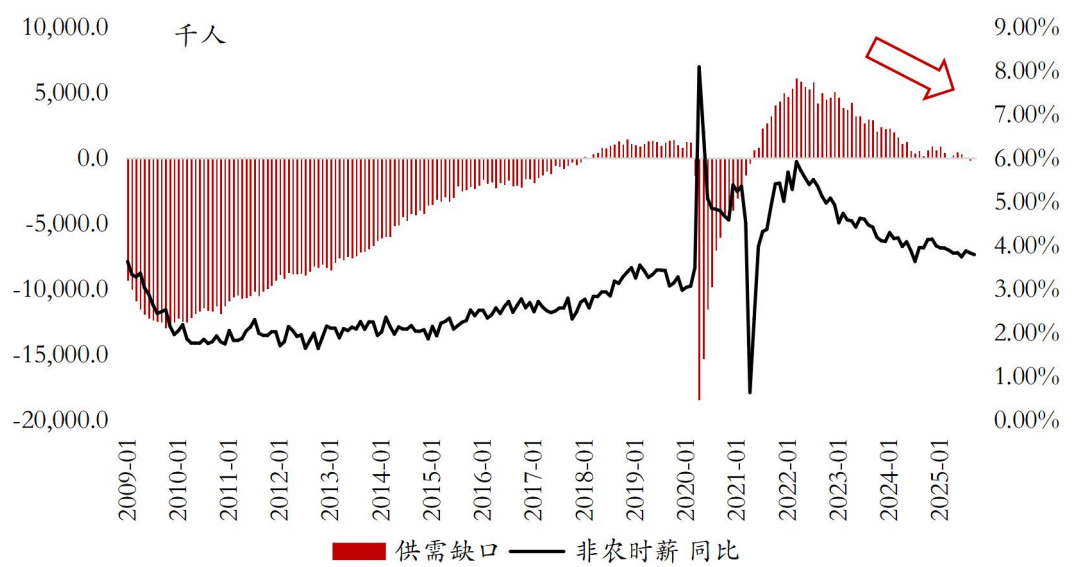
的不确定性将进一步上升。我们认为，美国劳动力市场深层次的结构性失衡（**structural imbalances**）将成为主要掣肘因素，持续对就业恢复和供需匹配构成压力。具体来看：

（1）供需缺口逐步弥合，但劳动参与率尚未恢复至疫情前水平，长期结构性瓶颈仍存。JOLTS 职位空缺与失业人数之比（Vacancy-to-Unemployed Ratio）自 2022 年 7 月高点的 2:1 以上逐步回落至 2025 年 8 月的约 0.98:1，显示企业用工紧张程度明显缓解。与此同时，非农平均时薪同比增速自高位回落至 4% 以下，为 2021 年以来最低水平之一，表明劳动力市场的薪资驱动因素正在减弱，雇主议价能力**边际走强**，部分行业开始重新考虑工资成本的可持续性（见图表 14）。**劳动参与率缓慢回升也为供需平衡提供支撑**、叠加拖累薪资增速，但尚未完全恢复至疫情前水平，长期结构性瓶颈依然存在。截至 2025 年 8 月的最新公布数据显示，劳动参与率升至 62.7%，但仍低于疫情前、2020 年 2 月的 63.4%。

（2）初请失业金人数呈回落趋势，但结构性失业压力仍突出，AI 商业化进展带来新的扰动。初请失业金人数近期维持在 22 万-23 万水平，较 2024 年初的阶段高点有所回落，显示出**短期失业风险有所缓解**。然而，这一改善更多反映的是周期性因素，而非结构性问题的实质缓解。从更深层次来看，**结构性失业压力依然突出**。一方面，长期失业者（失业超过 27 周）占比仍高于疫情前水平，表明部分劳动力难以重新进入就业市场；另一方面，非自愿兼职比例上升、临

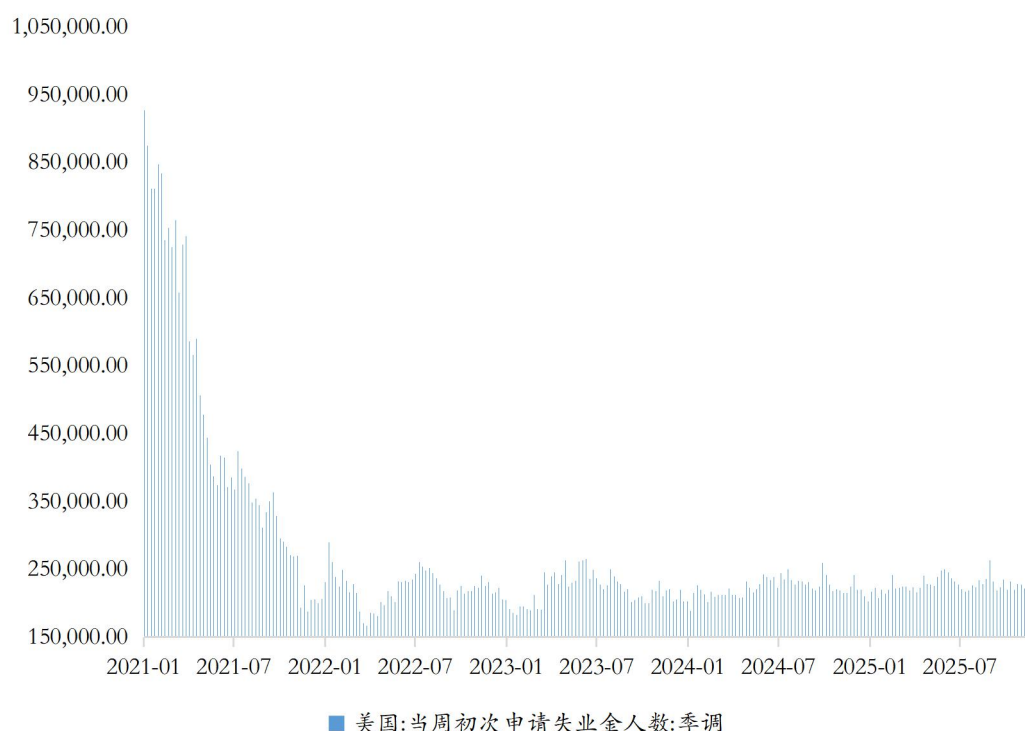
时岗位扩张乏力，也反映出企业对中低技能岗位的需求仍偏弱，AI 商业化将进一步加剧这一压力（见图表 15）。这些结构性因素意味着，即便短期失业指标改善，深层不平衡依然制约着整体就业质量的修复路径。

图表 14：美国劳动力市场供需缺口逐渐弥合，薪资增长动能减弱



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 15：初请失业金人数有所回落



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（3）除周期性指标外，越来越多的结构性迹象也提示就业市场的韧性正在减弱。例如，在劳动数据中，临时岗位扩张疲软，反映企业对中短期用工需求趋于谨慎；移民群体失业率走高，意味着过去几年移民对劳动力补充的边际效应开始减弱。

综合以上指标变化，我们认为就业市场的结构性变化不仅影响短期就业数据表现及其政策信号意义，也将对薪资趋势、通胀路径、以及美联储政策路径带来更深远影响。

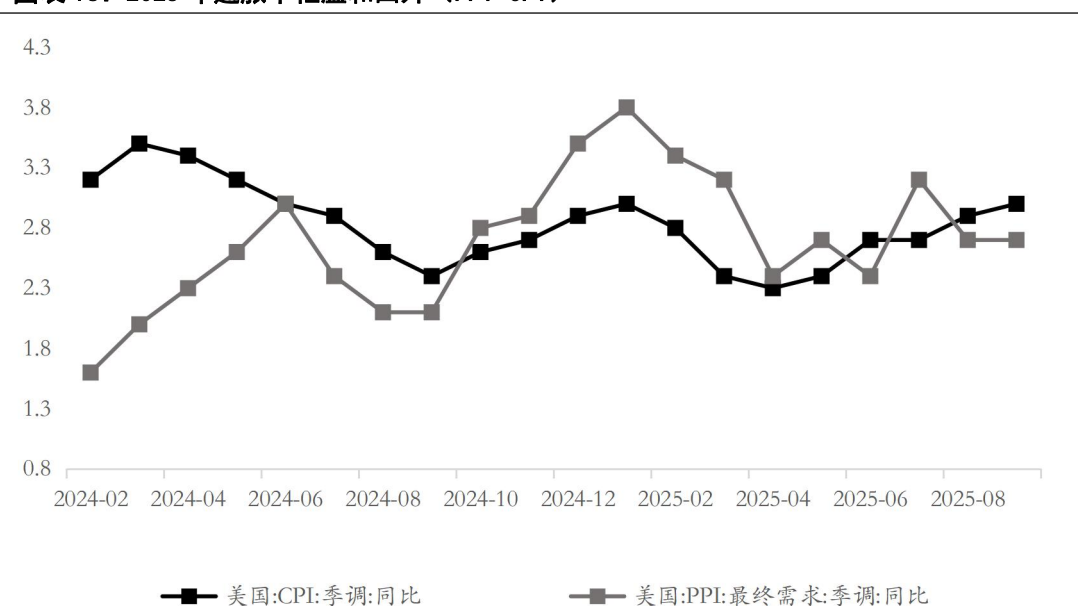
（二）通胀：关税传导效应逐步显现，预计价格指数结构性回升

2025 年以来，美国通胀走势温和回升，关税政策开始对

物价体系形成阶段性扰动（见图表 16）。一方面，“对等关税”政策落地之初，由于多轮延期与物流滞后，效应主要滞留在生产端，未能有效传导至消费端（详见前期报告《从关税的“预期链条”，怎么看美国经济景气线索？》）。8月起，经谈判后的“对等关税”政策基本落地，进口商品成本上涨开始向 CPI 层面显性传导，通胀结构随之发生变化。从结构看，权重超 60% 的核心服务，价格增速年内保持在 3.6% 左右，对整体通胀拉动相对稳定；相比之下，核心商品价格自二季度起边际上行，成为 CPI 回升的主要推动项（见图表 17）。

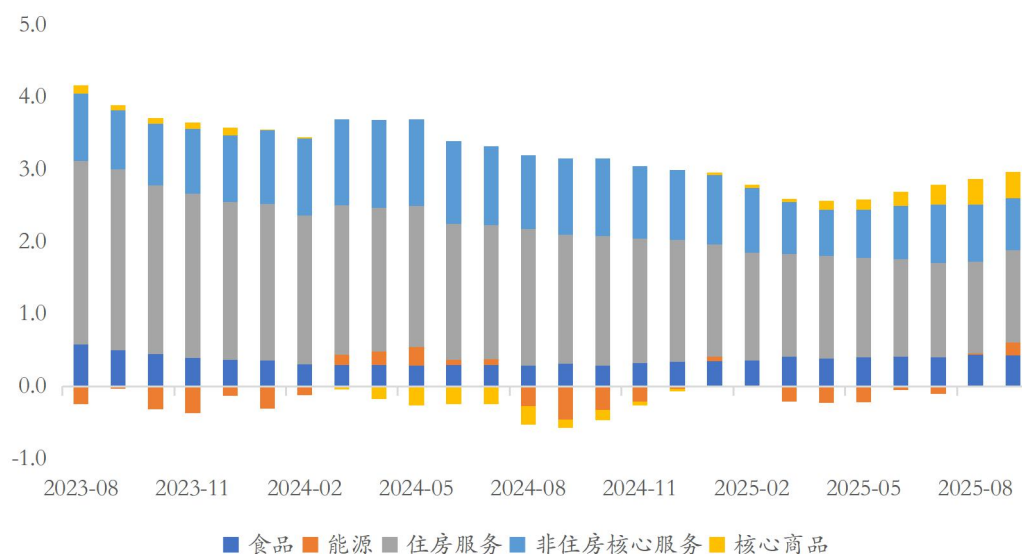
另一方面，CPI 与 PPI “剪刀差”自 7 月起明显收敛，关税成本逐步由上游企业向消费端传导。上半年关税预期推动“抢进口”，成本压力主要由制造商、批发商吸收，CPI 反应滞后。四季度消费者承担的关税比例预期进一步上升。

图表 16：2025 年通胀中枢温和回升（PPI-CPI）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 17: CPI 结构性变化趋势



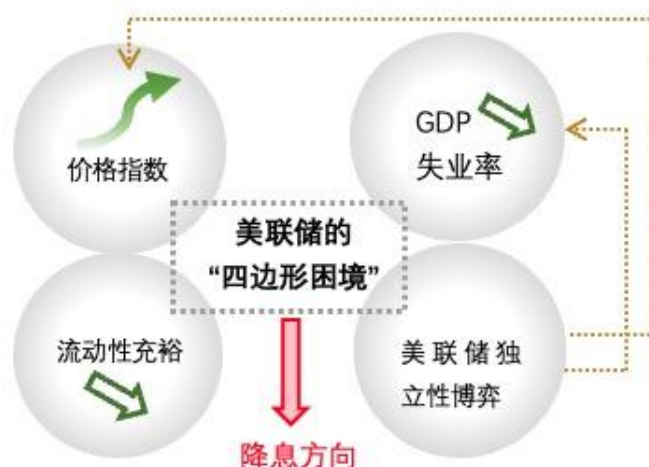
数据来源: Wind、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

展望 2026 年，在服务价格黏性依旧、核心商品价格持续上行的背景下，美国通胀中枢上移的可能性不可忽视。悲观情形下，可能形成“通胀未退、增长承压”的滞胀困境。

（三）美联储政策博弈难度进一步加大：在“四边形困境”中艰难寻求平衡。

2025 下半年开始，美联储面临更加严峻的“四边形困境”（见图表 18）：（1）通胀走升趋势限制宽松节奏；（2）经济下行风险需要美联储降息以刺激增长；（3）市场流动性风险需要美联储政策保持灵活性；（4）“独立性”博弈仍将持续。

图表 18：美联储面临的“四边形困境”



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

综合看，我们预计 2026 年美联储延续降息，但政策节奏将高度依赖于通胀回落的斜率与就业市场的边际变化。一方面，尽管当前通胀还未达最终消费端，但核心商品价格仍受关税滞后穿透影响，服务价格黏性仍在，通胀中枢的下行路径可能不如预期平稳；另一方面，劳动力市场虽现疲态，但尚未出现系统性恶化，美联储在就业与通胀之间的权衡仍将保持谨慎。在此背景下，美联储政策指引预计仍将维持“数据依赖”与“路径开放”，继续避免明确承诺未来宽松幅度，以防止市场对降息节奏提前定价、导致金融条件过快放松。

对于市场而言，联邦基金利率下调将带动短端利率快速回落，但长端利率的调整仍将受制于财政赤字扩大、国债供给增加以及通胀预期的抬升。美债利率曲线陡峭化将加大市场对久期的敏感性，也可能加剧资产价格的波动。同时，市场对降息路径的预期将呈现“数据驱动下的反复修正”特征，月度通胀与就业数据的边际变化都可能引发利率期货定价

调整，需持续关注政策落地节奏与经济基本面间的动态博弈。

四、主要结论

2026 年美国经济增长仍有一定韧性，但消费与就业的分化、通胀的结构性压力、以及政策空间的复杂掣肘将成为关键约束。具体看：

第一，对于增长。中性情形下，2026 年美国经济料呈现“**增长放缓+结构重塑**”的特征。在政策托底与资产价格支撑下，整体经济仍具一定韧性，全年有望实现 2.3%左右的 GDP 增长。**消费端：**K 型趋势加剧，低收入家庭面临更大通胀与收入压力，而高收入家庭受财富效应支撑，消费韧性更强。**投资端：**降息与政策支持有望推动库存、房地产与企业投资阶段性修复，但资源瓶颈及前期算力消化背景下 AI 投资可能温和放缓。

第二，对于政策。**就业端：**结构性失衡加剧，劳动力市场供需错配问题难以在短期内解决。**通胀：**关税传导推升核心商品价格，通胀中枢抬升。同时考虑到流动性呵护需求及储“独立性”隐忧，美联储抉择难度进一步加大，料维持“**数据依赖**”与“**路径开放**”。中性情形下，全年可能延续降息 2 次、合计 50BP。

第三，对于市场。美债利率曲线陡峭化将加大对市场对久期的敏感性，也可能加剧资产价格的波动；月度通胀与就业数据的边际变化都可能引发利率期货定价调整。综合考虑美

国经济短期韧性、美联储降息空间、欧日经济表现及央行政策路径等因素，美元指数预计延续中枢下行，但大幅快节奏下行概率偏低、波动性仍大。



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。