

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 杨童舒

地缘扰动担忧趋于降温，焦点再回 基本面

——2026年3月美国经济动态简析

伴随市场对中东地缘紧张形势担忧降温，短期内主要经济和市场影响（风险溢价抬升、油价中枢走高、避险情绪上行）已较前期明显收敛。前瞻来看，若地缘冲突趋势性缓和，全球经济增长和投资交易的主导变量将从“**地缘叙事**”逐渐回归“**宏观叙事**”。

从美国经济来看，目前**增长放缓但韧性犹存**，2025年GDP增速回落至2.2%，消费平稳、服务业支撑明显，AI相关资本开支推动投资回升。2026年以来的数据显示，**劳动力市场低位波动**，薪资增速放缓，结构性问题逐渐显现，供需格局的“弱需求”特征逐渐明显。中东冲突尚未在经济数据中有所显现，前瞻看，通胀短期或受能源与贸易摩擦影响波动，**中长期压力温和但结构分化隐忧值得关注**。美联储或因谨慎延迟首次降息至下半年，并通过渐进缩表和监管改革优化政策框架，平衡增长与金融稳定。

一、经济增长：内生韧性显现，地缘冲突预期影响有限

2025年四季度美国实际GDP初值环比折年率为1.4%(前值:4.4%)，低于预期。2025年全年实际GDP增长2.2%，较2024年的2.8%有所回落。结构上看：

(1) 消费整体平稳，服务消费构成核心支撑。四季度居民消费环比折年率由3.5%小幅放缓至2.4%，对GDP贡献约1.6个百分点。其中，服务消费韧性仍强(3.4%)，医疗保健、住房及公共事业、金融服务等行业增长稳健；商品消费偏弱，耐用品消费环比折年率转负至-0.9%，机动车及零部件拖累明显，非耐用品消费亦有所放缓。此外，政府停摆期间联邦雇员强制休假或也对消费产生一定扰动。

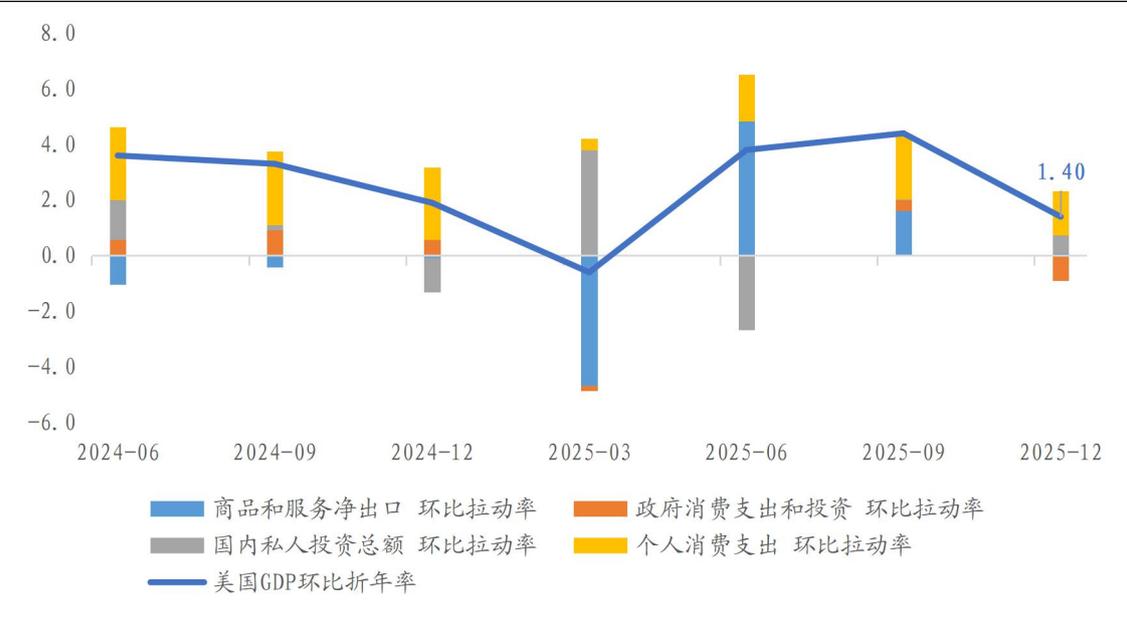
(2) 投资明显回升，AI相关资本开支是核心支撑。私人投资环比折年率达3.8%(前值:0.0%)，结构上呈现显著K型分化特征。AI资本开支主导增长，信息处理设备(对GDP贡献约0.65个百分点，下同)、研发支出(0.25个百分点)及软件(0.17个百分点)表现突出。相比之下，非科技类投资疲软，工业、交通运输等设备投资构成拖累，建筑投资延续负增长。住宅投资环比折年率降幅收窄至-1.5%(前值:-7.1%)，小幅边际改善迹象显现。

(3) 进出口贡献收窄，政府停摆拖累显著。四季度出口季比折年增速降至-0.9%(前值9.6%)，进口负增长收窄至-1.3%(前值-4.4%)，净出口对GDP正向贡献降至0.08个百

分点（前值 1.62 个百分点）。四季度政府消费和投资环比折年率降至-5.1%（前值 2.2%），对 GDP 形成约 0.9 个百分点拖累。其中联邦政府支出受 10 月初至 11 月中旬停摆冲击最为明显，环比折年率降至-16.6%。

综合看，2025 年四季度增长走弱主要受联邦政府停摆这一单次事件冲击的影响，经济内生韧性目前看依然较为稳固。2026 年，随着停摆影响消退，财政支出技术性回补叠加中期选举前财政发力预期，政府支出端有望显著反弹，对 GDP 读数形成阶段性抬升。但需关注 AI 资本开支不及预期、新关税政策框架不确定性及地缘拖尾风险等因素对增长的潜在制约（见图表 1）。

图表 1：美国 2025 年四季度 GDP 增速放缓



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、劳动市场：信号复杂、波动较大，内在结构仍存隐忧，美联储降息“虽迟仍至”

1. 劳动力市场数据信号复杂：非农新增就业、ADP 就业增减反向、均高波动。

2025 年，美国就业增长处于“低增速”常态。全年非农新增就业（NFP）仅约 11.6 万人，较 2024 年的 145.9 万人大幅收缩；ADP 新增就业（小非农）约 39.8 万人，较 2024 年的 77.1 万人几近腰斩。趋势上看，2025 年下半年以来，非农就业与 ADP 就业走势趋同，整体呈现低位波动态势。

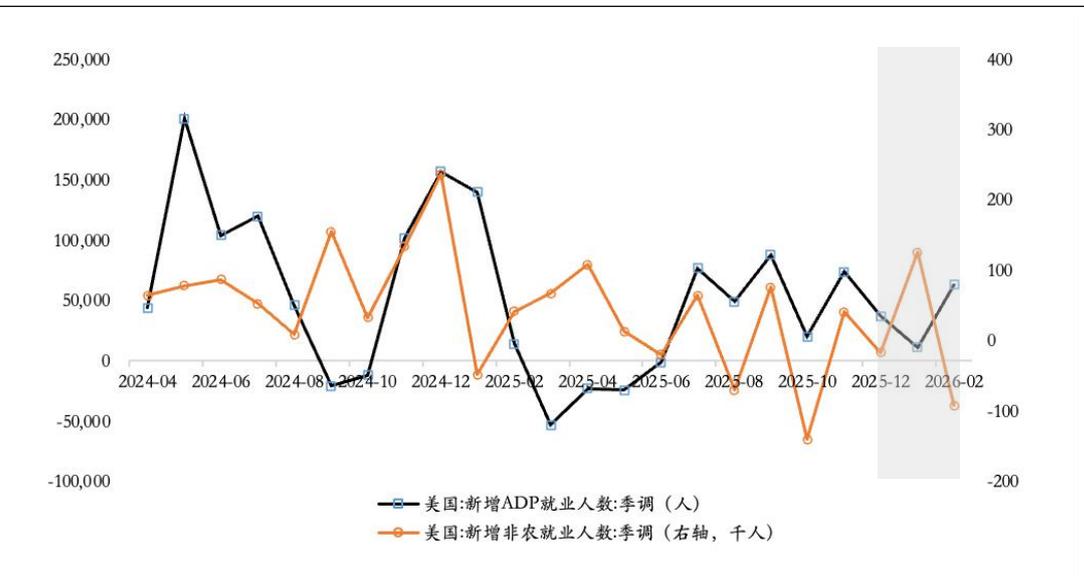
2026 年初，劳动力市场展现出较高的波动性。首先，非农数据大幅波动，平滑后的新增接近零增长¹。1 月非农超预期反弹、新增非农就业 12.6 万人（前值-1.7 万人），失业率由 4.4% 小幅回落至 4.3%。但结构分化特征明显，增长高度集中于特定行业：医疗保健（+8.2 万）、社会援助（+4.2 万）及建筑业（+3.3 万）构成主要支撑，而联邦政府与金融业成为拖累。2 月非农数据意外走弱、新增非农就业人数减少 9.2 万人，失业率回升至 4.4%，劳动参与率降至 62.0%。主要三方面扰动因素叠加影响：一是医疗行业大规模罢工事件影响直接导致医疗保健行业减少 2.8 万人。二是劳工部自 2026 年 1 月起调整企业净生死模型，改为按月引入样本信息，因

¹ 对于 2025 年 12 月-2026 年 2 月的非农新增数据取均值。

此或导致月度波动性加大。三是 2 月美国东部恶劣天气对部分行业形成阶段性扰动。

其次，与非农就业数据类似，ADP 数据展现出较高的波动性，且 1-2 月走势与非农就业数据背离（见图表 2）。1 月 ADP 新增就业骤降至 1.1 万人（前值：3.7 万人）；2 月数据超预期逆转，新增就业 6.3 万人，商品生产部门（+1.6 万）与服务业（+4.7 万）同步改善。综合来看，近两月 ADP 就业数据的行业分化保持一致：**教育与健康服务、建筑业及信息业表现相对突出**，而专业/商业服务、制造业等行业则持续承压。

图表 2：2026 年 1-2 月非农 NFP 新增就业与小非农 ADP 新增就业数据信号复杂



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

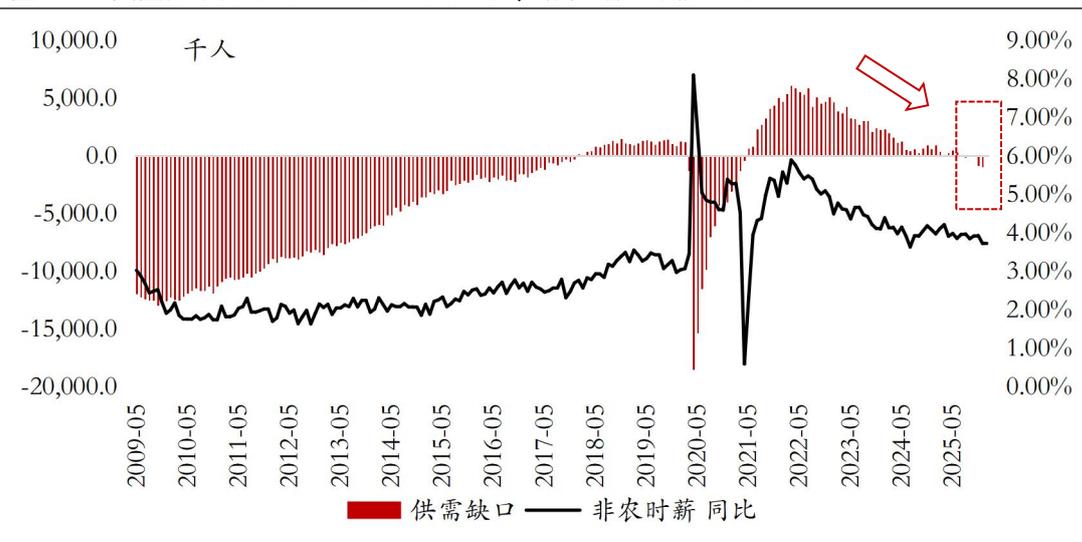
2. 从供需均衡来看，劳动力市场平衡继续向“弱需求”转换。

第一，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 12 月的约 0.87:1，显示企业用工紧张程度已显著缓解。2025 年 12 月职位空缺数与失业人数之差扩大至约 96 万人，劳动力市场转向“供给相对充裕”格局，企业招聘节奏放缓，失业压力边际抬升。

第二，薪资增长动能同步放缓。非农平均时薪同比增速自 2025 年 4 月以来运行于 4% 下方，2026 年 2 月进一步降至 3.84%。劳动力市场的薪资驱动因素正在减弱，雇主义价能力边际走强（见图表 3）。

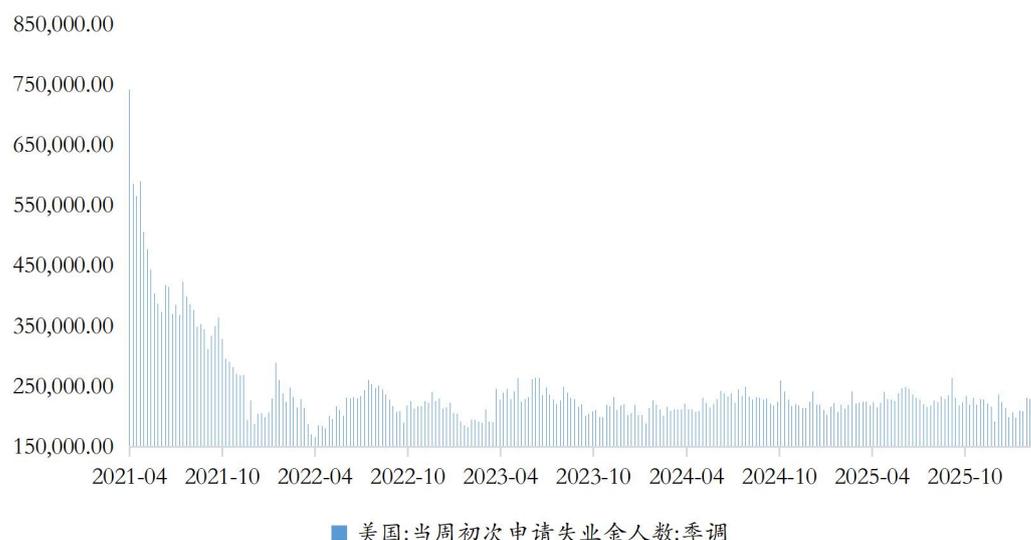
第三，短期失业风险尚属平稳。年初以来，初请失业金人数维持在 20 万-23 万区间，较 2025 年微有回落，显示短期失业压力可控（见图表 4）。

图表 3：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 4：初请失业金人数低位运行



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

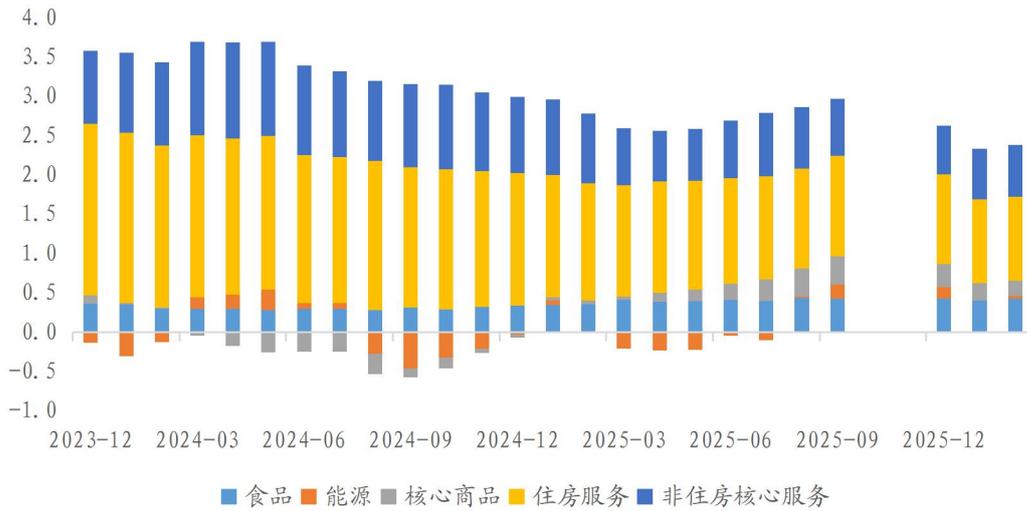
三、通胀压力：较温和，谨慎动机或令美联储降息时机后延

1. 通胀水平短期或有波动，中长期预计保持温和。

2026年初以来，美国通胀整体保持温和态势。2月通胀数据尚未反应地缘冲突对能源及食品价格的影响，从数据上看，CPI 同比上涨 2.4%、与 1 月持平，环比小幅加速上涨 0.3%（前值：0.2%）；核心 CPI 同比上涨 2.5%，环比增速 0.2%，与前月基本一致，显示核心通胀粘性仍存。分项来看，食品价格涨幅温和，环比上涨 0.2%、较 1 月的 0.4% 回落；能源价格在地缘担忧预期影响下，显著逆转 1 月下降 1.5% 的颓势，环比上涨 0.6%，其中燃油价格反弹突出、环比大涨 11.1%。核心商品方面，二手车价格延续回落态势，服装小幅上涨，

新车及医疗商品价格相对持平；**核心服务**领域，住房成本环比上涨 0.2%与 1 月持平，医疗保健服务环比加速上涨 0.6%，运输服务涨幅则有所放缓（见图表 5）。

图表 5：2026 年以来美国 CPI 保持温和



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

拉长时间段看，美国 CPI 构成中，**权重最高的住房服务通胀趋势性回落**，主要受供应高增、高利率锁定需求、就业放缓等因素影响，租金回落带动；**非住房核心服务虽仍具黏性、但较前期高点也呈趋势性回落态势**。尽管中东地缘冲突推高油价效应尚未在最新通胀数据中体现，但目前来看，未来通胀数据可能因地缘冲突的持续影响在短期内出现一定上升，尤其是能源成本和部分大宗商品价格可能受供应链中断及市场波动影响而阶段性走高。然而，从中长期趋势来看，**整体通胀水平趋势性上涨的可能性较低**，通胀压力预计将在波动中逐步缓解。

此外，IEEPA 关税被判违法后，特朗普政府根据《1974 年贸易法》第 122 条签署公告 (proclamation)，宣布自 2026 年 2 月 24 日起实施为期 150 天的全球 10% 临时关税措施 (随后提高至 15%、但白宫尚未正式官宣生效)。往后看，特朗普政府正转向 301、232 条款征税，也可能同步使用其他关税政策工具 (详见前期报告《IEEPA 关税裁决后的政策动态及展望》)，抬升部分进口商品价格，从而引发一定的输入性通胀压力。整体而言，**预计关税摩擦隐忧最严重阶段已过。**

与此同时，**消费端的“二元分化”也值得关注。**美国经济正呈现典型的“K 型复苏”特点，即高收入群体的消费能力较强，而低收入群体的消费能力受到较大压制。这种消费分化对需求端的价格压力形成了双重作用。一方面，高收入群体的消费需求对高端商品和服务价格形成一定支撑；另一方面，低收入群体的消费能力下降则抑制了部分生活必需品和大众消费品的价格上涨空间。这种“K 型消费”格局使得整体通胀趋势在结构上更加复杂化，但也意味着通胀压力的扩散性和持续性较弱。

综合来看，虽然地缘冲突、关税摩擦和输入性通胀可能对短期价格形成一定上行压力，但中长期通胀高企的可能性较低。特别是在 K 型消费分化的背景下，价格上行动力将受限。我们将持续关注 301 调查的后续进展，以及 IEEPA 对关税政策的法律审查对通胀走势的潜在影响，并动态评估其对全球经济和市场的冲击。

2. 美联储或出于谨慎动机推迟首次降息。

中东地缘冲突发酵期间，沃什并未有新的公开表态或提出具体政策动向，如前分析，相关事件对通胀路径的边际影响或较为有限。基于现有信息，预计二季度通胀反弹压力较为温和；加之鲍威尔主席任期将于 5 月结束（后续仍将留任美联储 FOMC 委员），我们维持美联储将降息两次共 50bps 的预期，但将首次降息时间推迟至 7 月或者 9 月²。

图表 6：FedWatch 显示美联储首次降息或推迟到 10 月或 12 月

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
18/03/2026		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	99.1%	0.0%	0.0%
29/04/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	96.0%	0.0%	0.0%
17/06/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	19.5%	79.8%	0.0%	0.0%
29/07/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.9%	29.8%	66.2%	0.0%	0.0%
16/09/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	7.0%	34.1%	58.4%	0.0%	0.0%
28/10/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.6%	34.6%	57.1%	0.0%	0.0%
09/12/2026	0.0%	0.0%	0.2%	1.9%	12.4%	38.7%	46.8%	0.0%	0.0%
27/01/2027	0.0%	0.0%	0.2%	1.9%	12.4%	38.7%	46.8%	0.0%	0.0%
17/03/2027	0.0%	0.0%	0.4%	3.2%	15.7%	39.7%	41.0%	0.0%	0.0%
28/04/2027	0.0%	0.0%	0.4%	3.1%	14.9%	38.1%	40.9%	2.6%	0.0%
09/06/2027	0.0%	0.1%	0.9%	5.4%	19.4%	38.7%	33.4%	2.1%	0.0%
28/07/2027	0.0%	0.1%	0.8%	5.1%	18.7%	37.6%	33.7%	3.9%	0.1%
15/09/2027	0.0%	0.3%	2.1%	9.0%	24.1%	36.5%	25.1%	2.8%	0.1%
27/10/2027	0.0%	0.3%	1.8%	8.0%	21.9%	34.6%	26.8%	6.1%	0.5%
08/12/2027	0.2%	1.6%	7.3%	20.4%	33.2%	27.6%	8.4%	1.1%	0.1%

数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

随着沃什接任美联储主席，下半年其立场向鸽派方向调整的可能性较大，降息路径仍将取决于后续美国经济数据的边际变化（尤其是核心通胀、就业与增长动能），以及特朗

² 此前对于美联储降息预期的判断参考中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心报告《沃什“掌舵”美联储前瞻——结构性扩表料难撼动，美联储政策何去何从》。

普政府在中期选举临近背景下面临的增长与就业压力对政策沟通与决策取向的潜在影响。关于资产负债表扩张，沃什质疑量化宽松，其目标并非快速压缩资产负债表，而是恢复政策工具的清晰边界与纪律性。我们不改变此前预期，认为在美债回购市场高度与流动性绑定的背景下，**缩表加速难度大，更可能推动改革以缓解监管对流动性的压制**，如调整银行 SLR（Supplementary Leverage Ratio, 补充杠杆率）对国债权重³、改变银行准备金框架（从“充足”转向“短缺”⁴）等。

³ 监管机构要求银行必须持有大量美国国债，作为应对危机的“高质量流动性资产”，SLR 规则又因为银行持有美债而消耗大量核心资本。改革旨在将美债从 SLR 计算的分母（风险敞口）中剔除，或者给予极低的权重，提高银行持有美债的意愿和能力。

⁴ “短缺”准备金框架下，银行为了满足监管要求和日常清算，必须在市场实际交易，国债作为优质抵押品和流动性资产，需求相应将增大。



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。**