

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？

——美国经济年度展望（2025 年度展望系列之五）

阅读摘要

回顾 2024 年，美国经济总体韧性较强： GDP 增长温和、全年呈“前低后高”态势，其中私人消费是主要动力；就业市场保持缓步而非急剧的降温步伐；通胀压力逐步缓解但年初、年末有所波动，核心通胀粘性较强。

展望 2025 年，美国经济预期主要受“特朗普 2.0”政策落地程度及节奏的影响，基准情形（美联储 2025 年累计降息 2 次左右，“特朗普 2.0 时代”主要政策兑现程度、节奏没有大幅超预期的调整）下预计将保持温和增长，**全年 GDP 同比增速在 2.0% 左右。**

首先，消费预计保持一定韧性：（1）周期效应有所支撑，主因居民部门较健康的资产负债表、新一轮耐用消费品周期开启；（2）政策效应有所减弱，主因超额储蓄耗尽，减税政策落地尚需时日，贸易争端对消费的掣肘料较温和，降息对服务消费的提振作用预计有限；（3）**财富效应总体持平，**主因就业市场韧性、反移民政策支撑工资性收入，政策预期已计入、波动性加大、估值过高掣肘美股涨幅、利率下行放缓掣肘房价涨幅，不利于财富性收入明显增长。

投资增速预计持平：（1）不确定性有所减弱促使库存周期从下游逐步向中游传导，但**上游补库或仍需时日；**（2）当前利率的限制性水平、以及**2025 年降息幅度的缩小掣肘地产投资扩张；**（3）**企业投资成本收益比的改善较为缓慢，**技术周期推动知识产权投资，复杂地缘形势拖累企业投资信心。

除此之外，关税政策预期对通胀有所扰动，但基于美联储相机抉择、依数据路径调整货币政策的方针，叠加国际油价上行动能偏弱，**通胀中枢快节奏上行可能性较低。**但 2025 年“特朗普 2.0”政策落地的节奏和程度仍有较大不确定性，仍需密切关注相关政策落地成效不及/超预期对经济、市场、货币政策带来的不确定性扰动。

政策不确定性如何影响 2025 年美国经济增长？

——美国经济年度展望（2025 年度展望系列之五）

一、2024 年美国经济增长回顾

2024 年美国经济增长韧性较强，预期全年增速在 2.5% 左右。该增速高于我们年中的预测（年中预测：略高于 2%）¹，美国劳动力市场下半年表现强于预期是主要原因。虽然 7 月失业率数据触发“萨姆规则”引发市场对美国经济衰退的担忧，但美联储于 9 月超预期降息 50BP 之后，就业市场数据逐渐脱离警戒线，劳动市场缓步降温。截至目前，美国 GDP 温和增长、就业保持韧性、近期通胀受能源价格影响再次出现小幅波动。具体看：

增长：经济韧性超预期，私人消费是主要拉动因素，投资偏弱。从增速看，全年呈“前低后高”态势。GDP 环比折年率自一季度的 1.6% 回升至第二、三季度的 3.0%、3.1%，亚特兰大联储 GDPNow 模型对四季度增速预测为 3.1%²。美联储 12 月议息会议经济预测摘要（Summary of Economic Projections, SEP）对全年经济增速的预测为 2.5%。从增长动能看，机动车、能源品、娱乐商品³等商品消费推动的私人消费仍然是增长超预期的主要动力（季度环比拉动率分别为 1.30%、1.90%、2.48%，下同），服务消费缓步降温。私人投

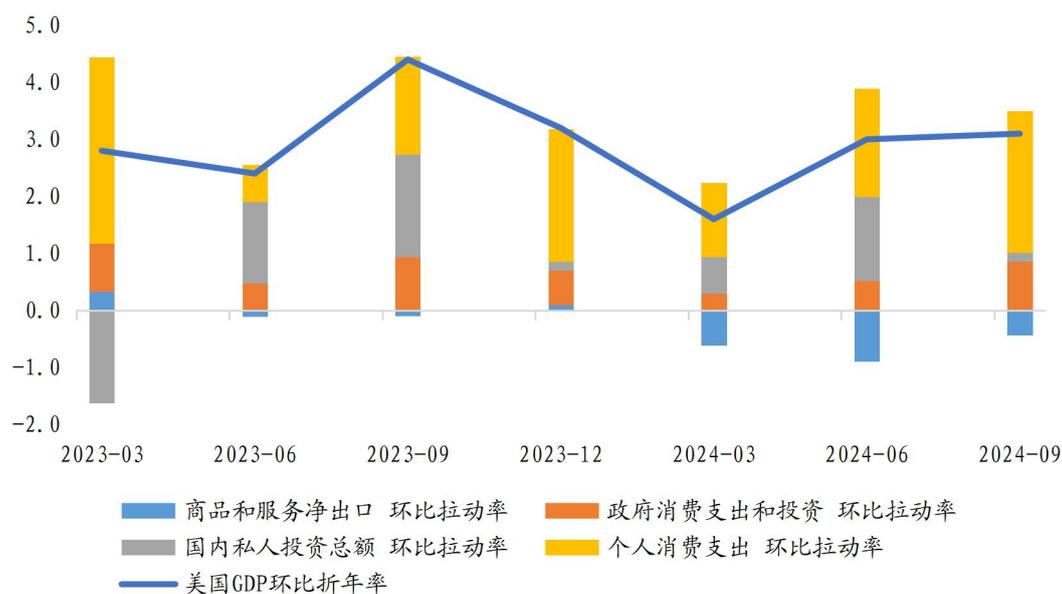
¹ 详见报告《“软着陆”的逻辑和情景——2024 年宏观中期展望（美国篇）》。

² 截至 2024 年 12 月 24 日。

³ Recreational goods and vehicles。

资拉动力相对有限（前三季度均值+0.76%），“弱补库”阶段⁴下库存投资增长平庸，高利率掣肘下企业投资及住宅投资增速持续放缓；净出口持续拖累但影响较小，政府支出小幅回升。

图表 1：各部门对美国 GDP 增速的拉动率



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

就业市场：缓步而非急剧降温。2024 年 1-9 月美国非农就业人数月均新增 18.8 万人（2023 年月均新增 25.1 万人）保持较强韧性。但 7 月就业市场急速降温，失业率上行至 4.3%，触发“萨姆规则”并引发市场衰退担忧。我们在对美国劳动市场的深度分析报告中指出⁵，经就业和工资季度普查(QCEW)核准的美国实际的月均新增就业或在 15-17 万人，略弱于非农数据但未急剧萎缩，就业市场保持缓步降温。随着疫情后

⁴ 详见前期报告《衰退忧虑下的“库存窗口期”——美国补库周期节奏探讨》。

⁵ 详见前期报告《美国就业市场的再观察和新常态》。

劳动力参与率下降、劳动力结构出现变化⁶，失业率中枢有抬升的趋势。

图表 2：口径调整后的 CES、CPS、QCEW 非农就业人数（万）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

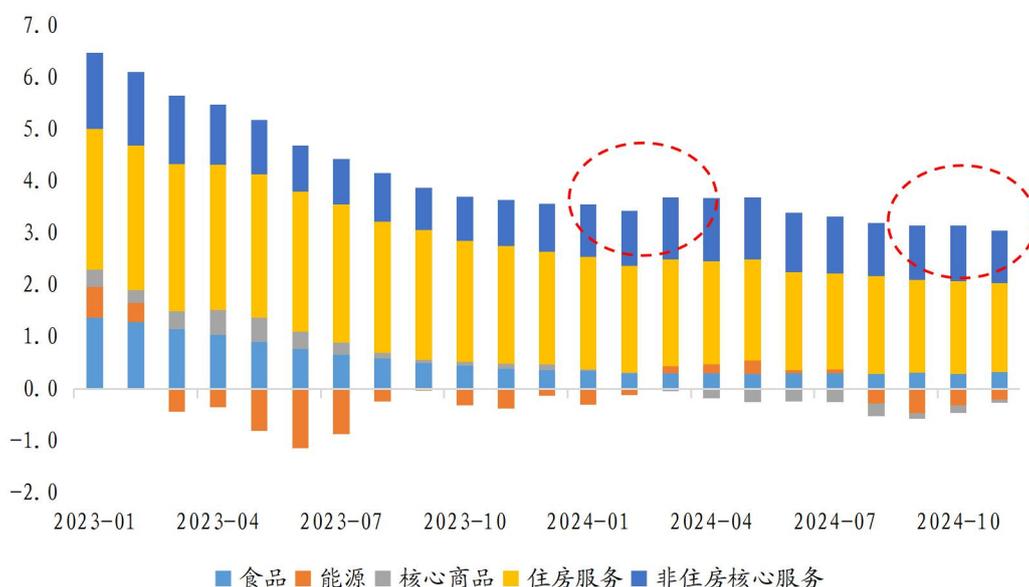
通胀压力：逐步缓解但年初、年末有所波动，核心通胀具备一定粘性。年初 CPI 有所波动，CPI 自 1 月的 3.1% 升至 3 月的 3.5%，此后稳定下行至 9 月的 2.4%，近期受能源价格波动影响再度略微上行至 11 月的 2.7%；核心 CPI 整体回落但保持一定粘性，自 1 月的 3.9% 降至 7 月的 3.2%，但 8 月起略微回升并在 3.3% 保持粘性。分项看：（1）房价涨幅趋于温和，标普/CS 房价指数同比涨幅回落至 3.9%（疫情前⁷均值 5.0%），Zillow 租金同比涨幅也回落至 3.4%（疫情前均值 4.1%），住房对通胀拉动率走低；（2）如前所述，就业市场

⁶ 如高年龄人群减少、移民劳动力增加等。

⁷ 2016 年至 2019 年，下同。

缓步降温，支撑非住房核心服务粘性、对通胀拉动率保持在约 1.0%，运输、休闲及其他服务的小幅降温拖累被医疗、教育和通信服务的小幅升温所抵消；（3）食品价格小幅降温，但能源价格全年呈“N”型波动，年初（主要受原油价格反弹影响）、年末（主要受去年同期低基数影响）均有一定反弹；总体看通胀压力缓解但仍受能源波动影响。

图表 3：通胀出现小幅反复



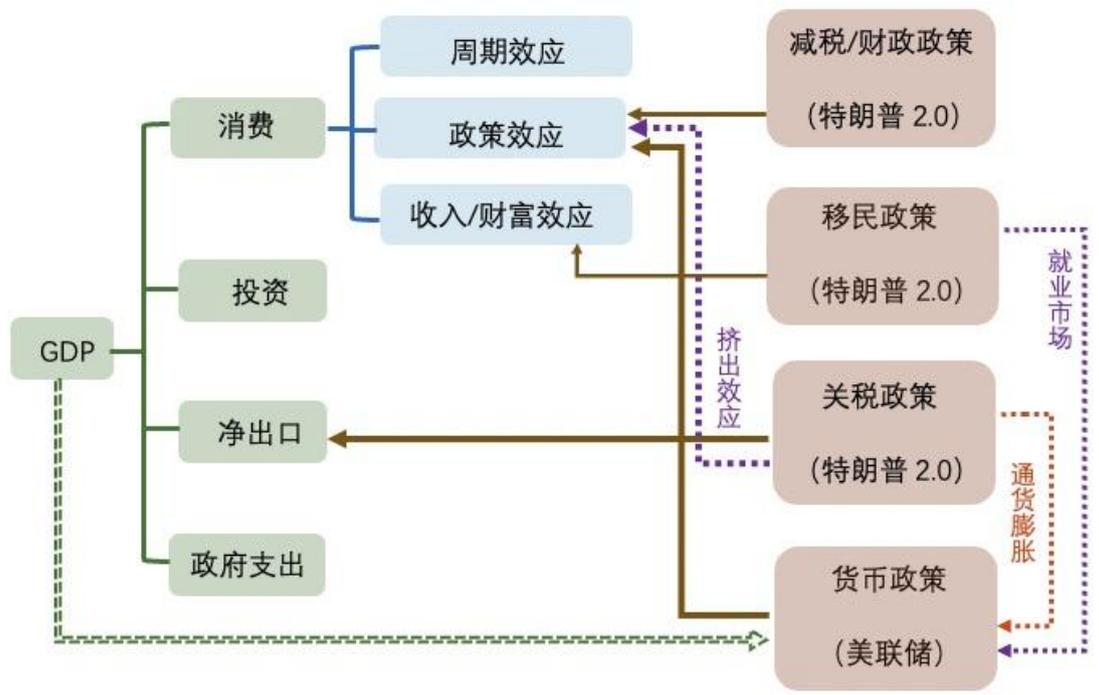
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、2025 年美国展望：GDP 增速有望达到 2.0%左右

总体来看，2025 年美国主要受到“特朗普 2.0”政策⁸的影响，基准情形（美联储 2025 年累计降息 2 次左右，“特朗普 2.0”政策落地程度、节奏没有大幅超预期的调整）下，预计美国经济仍能够维持目前温和增长的态势，全年 GDP 增速有望达到 2.0%左右。

⁸ 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 4：“特朗普 2.0”政策对美国经济的复杂影响（示意图）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（一）消费：预计 2025 年保持一定韧性

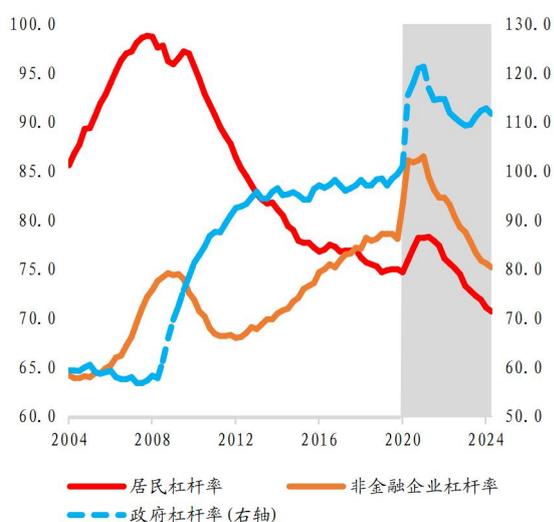
消费在 2025 年仍将保持一定韧性。从家庭消费模型来看，居民资产负债表较为健康，与家庭杠杆率相关的周期效应显示居民依然有一定程度的消费增长潜力空间。政策效应方面，特朗普的减税政策对家庭收入或有所支撑，但政策反馈窗口期将令效应有所延迟。市场所担忧的关税政策带来的价格上涨对于消费的挤出预期较为温和。财富及收入效应方面，从劳动市场来看，“特朗普 2.0”移民政策预期会大幅降低美国临时雇佣的非农就业人数，相应地，劳动市场紧张程度有可能提高，非农时薪上涨。但“特朗普 2.0”政策大部分已被美股计入，若非 2025 年有大幅超预期的政策颁布，美股大幅上涨空间预期不大。具体地：

1. 周期效应：居民部门较健康的资产负债表、新一轮耐

用消费品周期开启或支撑消费增长。

一方面，疫情后政府加杠杆支持居民部门获得较为健康的资产负债表，消费举债规模相对可控。截至 2024 年二季度，居民部门杠杆率为 70.7%、低于疫情前（2019 年四季度，下同）的 75.0%（而政府部门杠杆率自疫情前的 99.4% 抬升至 2024 年二季度的 111.7%，见图表 5），居民资产负债表更为健康。虽然近期信用卡拖欠率持续攀升，2024 年三季度升至 3.2%、高于疫情前的 2.6%，但消费信贷占可支配收入的比例 6.3%、仍低于疫情前的 6.6%（见图表 6），总体看举债水平不高。

图表 5：疫情后政府部门接替居民部门、企业部门加杠杆，降低了后者负债率



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：信用卡拖欠率超过疫情前，但个人可支配收入调整后的负债程度并不高

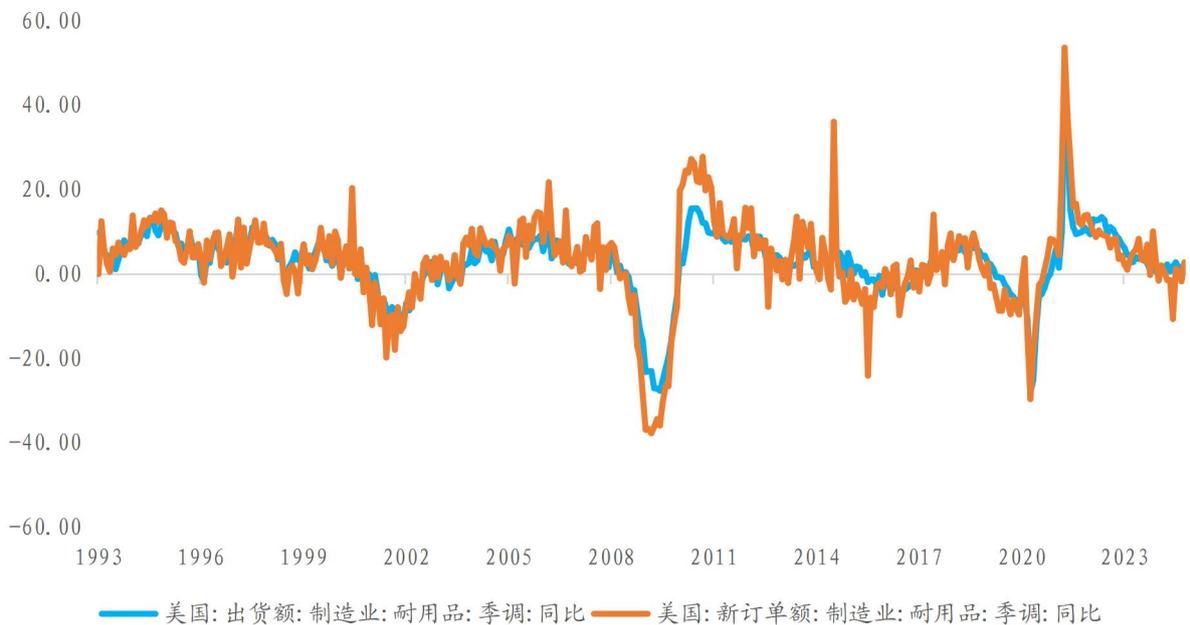


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

另一方面，耐用品换新需求有望在 2025 年推动商品消费增长。虽然随着劳动力市场缓步降温，服务消费在 2024 年增速略微放缓，但上一轮耐用品周期（2020 年初至 2024

年初⁹)基本结束,疫情期间购置的电器、家具等耐用品换新需求在2024年中起料逐步显现(这也是2024年二、三季度,美国消费呈现服务趋稳、商品走强态势的原因)。目前美国耐用品新订单额同比增速自2024年6月的-10.6%回升至10月的2.8%,耐用品出货量增速也逐步抬升(见图表7),新一轮耐用品周期开启将拉动商品消费进一步增强。

图表7: 上轮耐用品周期自疫情后开始、2021年年中达峰,2024年中探底,目前或处于新一轮的开启期



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: 超额储蓄耗尽, 减税政策落地尚需时日, 贸易争端对商品消费的掣肘料较温和, 降息对服务消费的提振效果料有限。

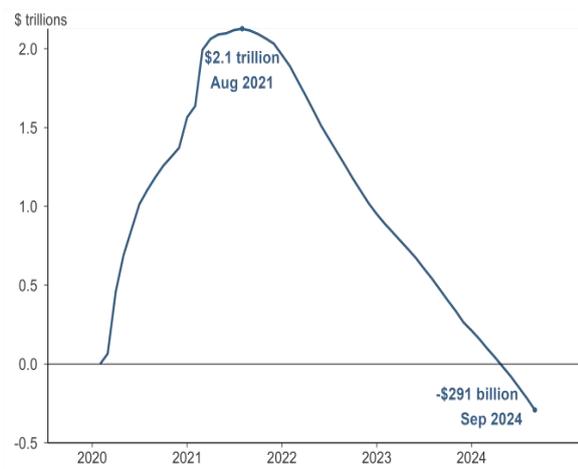
首先,美国居民前期积累的超额储蓄已耗尽,根据旧金山联储最新测算,目前个人储蓄总额低于疫情前趋势线2,910亿美元(见图表8)。政策方面,特朗普的减税政策或

⁹ 耐用品周期通常为3至4年。

对家庭消费有所支撑¹⁰，但考虑到“特朗普 1.0 时代”《减税和就业法案》在 2017 年末方生效，即使减税法案最快于 2025 年中生效，对消费的提振或在年末开始显现。此外，**特朗普的关税政策**预期对消费的短期影响偏温和。目前提高关税相关的行业更多集中在工业品（体现为进口价格指数对 PPI 影响较大），对消费价格指数（CPI 或者 PCE，尤其是服务支出）的短期影响或有限，预计关税政策导致的部分产品涨价对整体消费支出的短期掣肘较为温和，后续加征关税也可能沿着“工业品-消费品”的路径。**货币政策方面**，美联储 2024 年 9 月起累计降息 100BP，对耐用消费品（占比 13%）有显著提振作用、对非耐用品（占比 21%）也略有提振，但尚未对占比更高的服务消费（占比 66%）产生提振效果（见图表 9）。预计后续降息对服务消费的提振效果亦有限，主要原因为疫后服务消费的集中释放效应大概率已释放完毕，且商品消费利率敏感性相对更高。

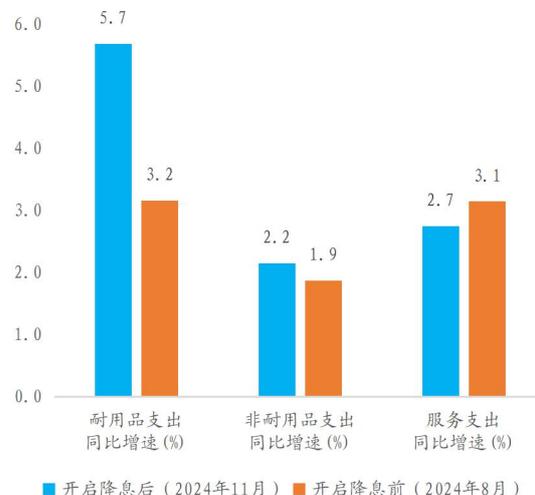
¹⁰ 根据 Tax Foundation 测算，至 2034 年，特朗普的减税政策对不同人群的税后收入提振效应在 1.7%-6.5% 不等。

图表 8：疫情以来居民部门的超额储蓄耗尽



数据来源：旧金山联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 9：降息对消费支出的提振效果为“耐用品>非耐用品>服务”



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 收入及财富效应：就业市场韧性、特朗普部分反移民政策落地支撑工资性收入；由于预期已大部分计入，美股进一步大幅上涨空间预计有限。

收入增长方面，逐步而非急速放缓的就业市场¹¹仍具备一定韧性，实际工资保持温和增长（截至 2024 年 11 月实际工资同比增 1.3%，见图表 10），支撑居民工资性收入。往后看，特朗普的移民政策预期将净流入人数收紧至大约每年 75 万¹²，较疫情之前（约 100 万人每年）减少了 25%。移民的减少将会大幅降低美国临时雇佣的非农就业人数。因此劳动市场紧张程度有可能提高，令“供不应求”的市场格局重现，非农时薪可能上升。虽然续建边境墙、结束“出生公民权”等议题因需经国会审议而难以在短期内落地，但总统权限内

¹¹ 详见报告《美国就业市场的再观察和新常态》。

¹² 数据来源为 Goldman Sachs 预测。

的政策（如驱逐部分非法移民）或可较快兑现。届时，来自海外的劳动力供给增长或进一步受限，继续减缓就业市场的降温斜率，使实际薪资至少保持正增长。

图表 10：劳动力市场韧性支撑实际工资增速



数据来源：旧金山联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 11：美股估值处于 20 年来次高（仅次于疫情期间）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

财富增长方面，2024 年受经济衰退风险降低、货币政策边际转松等利好影响，标普 500 同比涨 24.3%，房价因市场利率仍高企涨幅有限¹³。向后看，特朗普新政府减税政策将直接抬升企业税后利润¹⁴，科技及相关供应链行业的盈利增长韧性受 AI 应用场景推广支撑，或仍支撑美股上行，但：（1）目前美股已基本计入特朗普政策预期，除非后续政策大幅超预期，2025 年美股涨幅或较温和¹⁵；（2）根据历史经验，特朗普执政第一年股市波动率有所放大（2017 年标普 500 指数标准差为 109 点，高于 2016 年的 101 点）；（3）目前美股估

¹³ 截止 2024 年 9 月，标准普尔/CS 房价指数较 2023 年 12 月涨 2.8%。

¹⁴ 高盛预估美国国内法定税率每降低 1 个百分点，标普 500 指数成分股 EPS 或实现略低于 1%的增幅。

¹⁵ 高盛预计 2025 年标普 500 指数或达到 6,500 点，也即较目前继续涨 9.6%。

值偏高（截至 2024 年 11 月标普 500 指数市盈率为 28.7，为 2000 年以来仅次于疫情期间的次高，见图表 11）也对进一步大幅上涨有所掣肘。此外，房价同比涨幅或需待长端利率进一步下行时方重新提升（详见地产投资部分）。总体上，2025 年财富效应延续效果预计持平。

（二）投资：2025 年预计受库存周期缓步回升、新技术驱动等有利因素提振；但因补库传导至上游仍需时日、美联储降息空间收敛、地缘形势不确定性等掣肘因素，上半年投资或难以走强；全年呈“前低后高”、整体温和态势

投资预期将与 2024 年基本持平，总体来看表现“平庸”。首先，从目前依然处于“弱补库”的库存周期判断，上半年美国投资的表现或难大幅走强。其次，美联储 2025 年累计降息额度（目前显示 50BP）小于 2024 年（100BP），虽然限制性利率水平进一步放松，但是程度较为有限。此外，特朗普减税政策落地时点预计偏后、对投资的正反馈效应短期内较难显现；同时，地缘形势不确定性预期高企背景下，风险规避型的企业有可能因此减少或者推迟投资。

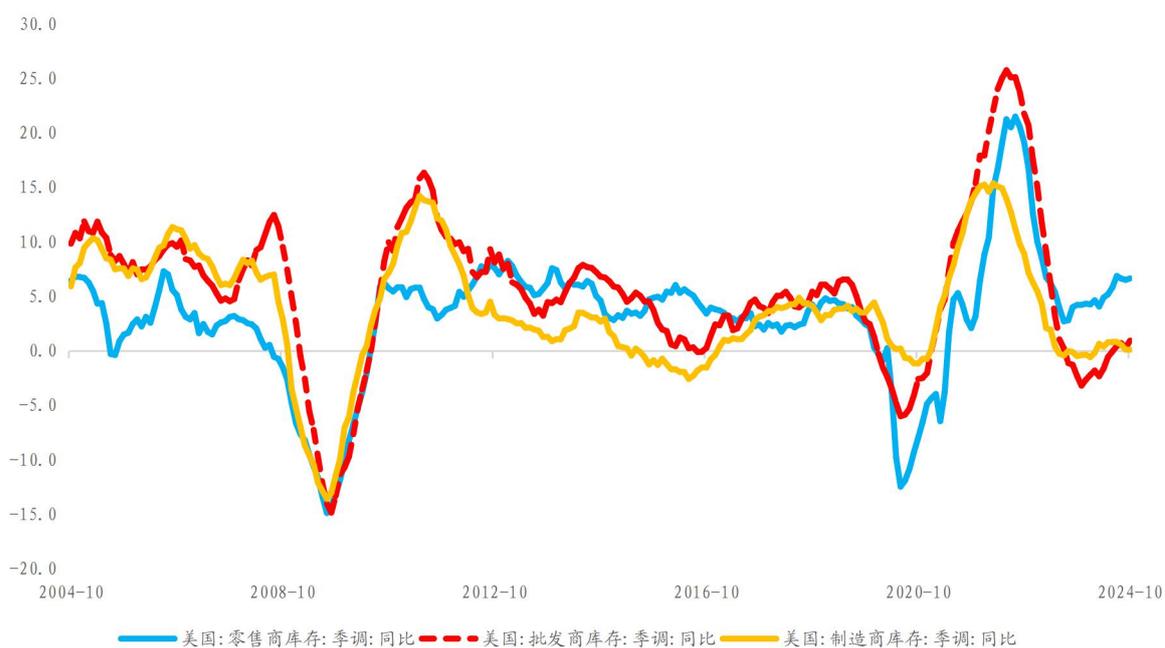
1. 不确定性有所减弱促使库存周期从下游逐步向中游传导，但上游补库或仍需时日。

2024 年进入补库周期后，由于生产侧在等待经济预期进一步明确信号，库存周期持续处于“弱补库”阶段¹⁶。随着大选结果落地，中游批发商补库速度有所抬升（10 月批发

¹⁶ 详见前期报告《衰退忧虑下的“库存窗口期”》。

商库存同比增速 0.94%，略高于 9 月的 0.29% 及上半年 -1.44% 的均值，见图表 12)。但考虑到后续政策不确定性仍大，2025 年补库进一步传导至上游制造商或仍需时日。因库存通常领先整体投资，故上半年私人投资或难以大幅走强，下半年或随上游逐步补库而温和增长。

图表 12：目前补库已经从下游零售商传导至中游批发商，上游制造商商未明显补库



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 当前利率的限制性水平、以及 2025 年降息幅度的缩小掣肘地产投资扩张。

目前利率水平依然处于对房地产投资有限制性的水平。虽然 9 月以来短期利率随美联储开启降息有所回落，但是长端利率仍保持粘性，截至 11 月，30 年抵押贷款利率为 6.8%、仍略高于 Zillow 房屋租金收益率¹⁷（6.7%）（见图表 13），因此目前成屋及新屋销售水平尚未出现显著反弹（见图表 14）。

¹⁷ 数据来源详见链接 <https://www.zillow.com/research/data/>。

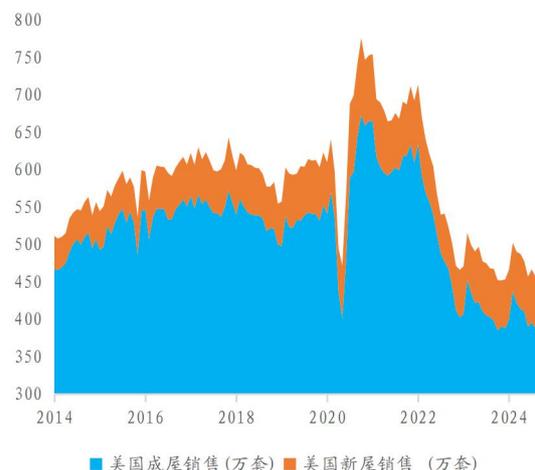
由于美联储 2025 年预计降息幅度低于 2024 年，对地产投资的掣肘短期内或仍存在。

图表 13：目前住房抵押贷款利率依然高于房屋租金收益率



数据来源：Zillow、WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 14：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的改善较为缓慢，技术周期推动知识产权投资，企业投资意愿亦受地缘不确定性掣肘。

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（ROIC¹⁸）回升至 4.8%¹⁹，与投资级企业债利率相当（高于 AAA、AA 级企业债利率但略低于 A 级企业债利率），2025 年降息预期的减弱将令设备投资的成本效益比改善进程变得较为缓慢。同时，特朗普减税政策落地时点料偏后、传导至企业投资决策亦需时间，地缘形势不确定性仍高背景下，风险规避型企业短期内对设备投资或保持观望、甚至推

¹⁸ 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%。

¹⁹ 数据来源为 wind 板块数据浏览器。

迟或者减少相应投资。知识产权投资增长相对较快，AI 应用场景推广促进相应投资，四大厂商²⁰资本开支增长可观，2024 年前三季度分别同比增 31%、58%、59%。但在高技术贸易、监管政策前景等仍存不确定性背景下，后续高投资支出的延续性仍需观察。综上，库存投资因仍处于“弱补库”、地产投资及企业投资短期内仍受限，2025 年私人投资的增长短期内料较缓、下半年或相对提升，整体较温和。

此外，关税政策预期对通胀有所扰动。根据彼得森国际经济研究所（PIIE）“低”组合情景（其它国家未反制）、“高”组合情景（其它国家反制）两种情形假设，到 2026 年美国通胀率将分别达到 6%、9.3% 的峰值（未实施相关关税措施的基准情形为 1.9%）。但届时（1）特朗普对内减税政策对美元产生支撑，美元走强或部分缓解关税引起的进口价格上行，同时参考“特朗普 1.0 时代”的经验数据，后续加征关税也会沿着“工业品-消费品”的路径，关税对 CPI 的短期影响相对不明显；（2）美联储相机抉择、依数据路径调整货币政策的方针使其在 12 月议息会议做出鹰派政策调整、力图适应“特朗普 2.0 政策”的经济影响，因此 2025 年通胀中枢快节奏上行的可能性较低。

²⁰ 谷歌、微软、Meta、亚马逊。



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。**