

# 2025 美国经济展望

## 开局乐观，渐趋谨慎

特朗普政策将延长美国经济扩张后周期，带来短期加热效应和中期滞胀效应。美国经济有望软着陆，实际 GDP 增速将从 2024 年的 2.7% 放缓至 2025 年的 2.3% 和 2026 年的 2%。通胀可能逐渐趋近目标，但特朗普政策可能增加中期通胀不确定性。货币政策仍在限制性状态，美联储可能在 2025 年底前降息三次，每次 25 个基点。由于特朗普政策预期，上半年美元将保持强势，但随着关税和移民政策削弱中期增长前景，下半年美元可能有所回落。

- 特朗普减税政策将提升需求和通胀；去监管将通过提高效率而促进经济增长并降低通胀；移民政策将同时减少劳工供应和消费需求，降低经济增长，但对通胀影响相对中性；关税政策将抑制需求并提高供应链成本，带来滞胀效应；特朗普对美联储干预可能削弱货币政策公信力，增加中期通胀预期不稳定性。
- 在基准情景下，特朗普政策力度温和，合计将推升 2025-2027 年均 GDP 增速 0.2-0.3 个百分点，降低 2027 年后年均 GDP 增速 0.1-0.2 个百分点，推升 2025-2028 年均核心 PCE 通胀 0.3-0.5 个百分点。
- 经济可能实现软着陆，预计实际 GDP 增速从 2024 年的 2.7% 下降至 2025 年的 2.3% 和 2026 年的 2%。经济增速放缓原因包括经济周期进入扩张后期、特朗普政策带来不确定性和海外经济疲软。
- 劳工市场可能继续温和和放缓，大幅恶化的可能性较低。预计失业率将从 2024 年的 4.2% 升至 2025 年的 4.3% 和 2026 年的 4.4%，实际工资将持续上涨。
- 通胀下行趋势延续，但速度显著放缓。预计 PCE 和核心 PCE 通胀率将分别从 2024 年的 2.4% 和 2.7% 降至 2025 年的 2.2% 和 2.3%。特朗普政策为 2026 年通胀前景带来一定不确定性。
- 家庭消费仍是经济增长主要驱动力。预计家庭消费不变价增速将从 2024 年的 2.6% 降至 2025 年的 2.4% 和 2026 年的 2.2%。利率适度下降对耐用消费品消费有小幅提振作用，但劳工市场降温与消费信贷疲弱为消费带来一定下行压力。
- 房地产市场温和改善。预计 2025 年房屋销售和库存分别增长 5% 和 10%，供求不平衡收窄。主要支撑因素包括经济韧性、按揭贷款利率下降、新建住房持续竣工和固定低利率房贷对二手房供应的冻结效应适度缓解。房价可能延续上涨，但涨幅回落。
- 企业盈利增速小幅回升，但投资增速放缓。市场一致预测标普 500 指数 EPS 增速从 2024 年 9.6% 升至 2025 年 15%。由于特朗普政策不确定性和拜登时期政策透支效应，非住宅投资增速可能从 2024 年的 3.7% 放缓至 2025 年的 3.5%。
- 美联储将采取渐进降息方式，预计政策利率从目前 4.5%-4.75% 降至 2024 年底 4.25%-4.5%、2025 年底 3.75%-4.0% 和 2026 年底 3.25%-3.5%。预计美联储缩表计划可能在 2025 年第三季度结束，因届时准备金水平将从目前过剩状态降至合理状态。预计 10 年国债收益率将从 2024 年底 4.2% 降至 2025 年底 4% 和 2026 年底 3.75%。预计美元指数将从 2024 年底 105.5 降至 2025 年底 104.5 和 2026 年底 102。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

## 目录

|                  |    |
|------------------|----|
| 特朗普 2.0 时代 ..... | 4  |
| 经济增长.....        | 9  |
| 就业.....          | 10 |
| 通胀.....          | 12 |
| 消费.....          | 13 |
| 房地产 .....        | 15 |
| 企业盈利与投资.....     | 17 |
| 货币政策.....        | 19 |

图 1: 美国经济预测

|             | 2014 | 2015 | 2016  | 2017 | 2018 | 2019 | 2020  | 2021 | 2022  | 2023  | 2024 YTD | 过去10年平均 | 彭博市场预测中值 |       |       | 招銀国际预测 |       |       |
|-------------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|-------|-------|----------|---------|----------|-------|-------|--------|-------|-------|
|             |      |      |       |      |      |      |       |      |       |       |          |         | 2024F    | 2025F | 2026F | 2024F  | 2025F | 2026F |
| 名义GDP(万亿美元) | 17.6 | 18.3 | 18.8  | 19.6 | 20.7 | 21.5 | 21.4  | 23.7 | 26.0  | 27.7  | 29.0     | -       | 29.2     | 30.4  | 31.7  | 29.1   | 30.5  | 31.7  |
| 人均GDP(万美元)  | 5.5  | 5.7  | 5.8   | 6.0  | 6.3  | 6.5  | 6.4   | 7.1  | 7.8   | 8.3   | 8.6      | -       | 8.7      | 9.0   | 9.3   | 8.7    | 9.0   | 9.3   |
| GDP增速(%)    | 2.5  | 3.0  | 1.8   | 2.5  | 3.0  | 2.6  | -2.2  | 6.2  | 2.5   | 2.9   | 2.9      | 2.5     | 2.7      | 2.1   | 2.0   | 2.7    | 2.3   | 2.0   |
| 消费增速(%)     | 2.8  | 3.4  | 2.5   | 2.6  | 2.7  | 2.1  | -2.5  | 9.0  | 3.1   | 2.5   | 2.6      | 2.8     | 2.6      | 2.3   | 2.0   | 2.6    | 2.4   | 2.2   |
| 投资增速(%)     | 6.5  | 6.3  | -0.1  | 4.4  | 5.8  | 3.2  | -4.5  | 9.2  | 6.2   | 0.2   | 4.8      | 3.7     | 4.2      | 2.7   | 3.0   | 4.6    | 3.6   | 3.0   |
| 住宅投资        | 4.3  | 10.6 | 7.1   | 4.3  | -0.7 | -0.9 | 7.6   | 11.5 | -8.6  | -7.8  | 4.7      | 2.7     | -        | -     | -     | 4.5    | 3.5   | 2.9   |
| 非住宅投资       | 8.1  | 3.3  | 1.8   | 4.6  | 6.9  | 3.8  | -4.6  | 6.2  | 7.0   | 6.0   | 4.0      | 4.3     | -        | -     | -     | 3.7    | 3.5   | 2.7   |
| 出口增速(%)     | 3.9  | 0.3  | 0.5   | 4.1  | 2.9  | 0.5  | -13.1 | 7.2  | 7.5   | 2.8   | 3.2      | 1.7     | 3.3      | 2.8   | 3.0   | 3.4    | 2.0   | 0.5   |
| 进口增速(%)     | 5.2  | 5.2  | 1.5   | 4.7  | 4.0  | 1.2  | -8.9  | 15.4 | 8.7   | -1.2  | 5.2      | 3.6     | 5.5      | 3.7   | 2.6   | 5.2    | 2.6   | 1.2   |
| 政府支出增速(%)   | -0.9 | 2.0  | 2.0   | 0.6  | 2.0  | 3.9  | 3.4   | -0.3 | -1.1  | 3.9   | 3.5      | 1.5     | 3.3      | 1.7   | 1.1   | 3.5    | 0.8   | 1.2   |
| 联邦政府赤字率(%)  | 2.8  | 2.4  | 3.1   | 3.4  | 3.8  | 4.6  | 14.7  | 12.1 | 5.4   | 6.3   | 6.1      | 5.9     | 6.5      | 6.4   | 6.4   | 6.5    | 6.3   | 6.3   |
| PCE通胀(%)    | 1.4  | 0.2  | 1.0   | 1.7  | 2.0  | 1.4  | 1.1   | 4.1  | 6.6   | 3.8   | 2.5      | 2.3     | 2.5      | 2.1   | 2.2   | 2.4    | 2.2   | 2.1   |
| 核心PCE通胀(%)  | 1.5  | 1.2  | 1.6   | 1.6  | 1.9  | 1.6  | 1.3   | 3.6  | 5.4   | 4.2   | 2.8      | 2.4     | 2.8      | 2.3   | 2.2   | 2.7    | 2.3   | 2.2   |
| 失业率(%)      | 5.6  | 5.0  | 4.7   | 4.1  | 3.9  | 3.6  | 6.7   | 3.9  | 3.5   | 3.7   | 4.2      | 4.5     | 4.1      | 4.3   | 4.2   | 4.2    | 4.3   | 4.4   |
| 联邦基金利率(%)   | 0.1  | 0.2  | 0.6   | 1.3  | 2.4  | 1.6  | 0.1   | 0.1  | 4.3   | 5.3   | 4.6      | 1.59    | 4.55     | 3.65  | 3.45  | 4.50   | 4.00  | 3.50  |
| 10年国债利率(%)  | 2.2  | 2.3  | 2.5   | 2.4  | 2.7  | 1.9  | 0.9   | 1.5  | 3.9   | 3.9   | 4.4      | 2.41    | 4.30     | 4.10  | 3.97  | 4.20   | 4.00  | 3.75  |
| 美元指数        | 90.3 | 98.7 | 102.4 | 92.3 | 96.1 | 96.4 | 90.0  | 96.0 | 103.5 | 101.4 | 106.9    | 96.7    | 105.8    | 105.1 | 101.7 | 105.5  | 104.5 | 102.0 |

资料来源: 彭博, Wind, 招銀国际环球市场

注: GDP、消费、投资、出口、进口和政府支出增速均为不变价增速

## 特朗普 2.0 时代

由于在总统选举中取得决定性胜利，共和党在参众两院均占据多数和保守派占据最高法院多数，特朗普将以更加坚定的决心推进其“让美国再次伟大”（MAGA）议程。MAGA 议程围绕四大核心政策：减税、去监管、限制移民和加征关税。减税将刺激需求并推高通胀；去监管将改善供给与效率，提升经济增长，但降低通胀；限制移民将减少劳工供应和消费需求，降低经济增长，但对通胀影响基本中性；关税政策将带来滞涨效应，既抑制经济增长又推升通胀。特朗普可能尝试干预美联储，这将削弱货币政策公信力，增加通胀预期不稳定性。

特朗普政策组合在未来 2-3 年对经济有加热作用，但更长时期内将带来滞涨效应。未来 2-3 年，减税和去监管对经济的提振作用将超过限制移民和加征关税的负面影响。但 2 年之后，减税效应将逐渐减弱，而关税带来的效率损失和不确定性对企业投资和家庭消费持续产生抑制作用，减少移民对劳工供应的影响不断累积，关税和移民政策的负面影响逐渐超过减税和去监管的提振作用。在基准情境下，特朗普政策力度中等，将推升 2025-2027 年年均 GDP 增速 0.2-0.3 个百分点，降低 2027 年之后年均 GDP 增速 0.1-0.2 个百分点，推升 2025-2028 年年均核心 PCE 通胀 0.3-0.5 个百分点。

特朗普政策的实际影响可能与我们的预估存在显著偏差。未来特朗普政策的时间与力度、经济主体的反应和不同政策之间抵消效应等均存在不确定性。特朗普推进政策的窗口期是 1 月 20 日上任至 2026 年 11 月中期选举，他有动机在中期选举前优先推进选民最关注的议题。民调显示选民最关注的前三大问题是通胀、非法移民和经济/就业。特朗普的优先项是降低能源价格（去监管扩大能源生产、推动俄乌战争结束）、减少移民（驱逐非法移民、改革移民政策）和提振经济与就业（减税与去监管）。贸易和关税并非选民最关注的议题，且大规模加征关税与降通胀目标存在冲突，所以加征关税可能在通胀降至更低水平之后才会发生，或者只是极限施压的一种手段。目前市场已经充分反映特朗普政策的预期效应，9 月末以来美债收益率和美元指数显著上升，其中 2-5 年期国债收益率涨幅最大，表明特朗普政策对未来中期内经济增长和通胀推升作用最大。

### 减税

特朗普的减税政策包括：1) 全面延长 2025 年底到期的《减税与就业法案》（TCJA）；2) 恢复 2022 年到期的资本开支 100% 折旧抵扣政策以激励企业投资；3) 下调国内制造业企业所得税税率从 21% 至 15%；4) 取消对小费和社会福利收入的个人所得税，并提高/取消州和地方个人所得税对联邦税的抵扣上限。根据国会预算办公室（CBO）估算，延长 TCJA 的成本将在 10 年内达到 4.6 万亿美元。由于部分竞选承诺可能难以转化为具体政策，且大部分措施是延续现有政策，减税对 25 年经济增长和通胀的直接影响较小，更多通过提振市场信心和经济体系中的动物精神对需求和通胀产生作用。

特朗普设立政府效率部门希望减少政府非国防支出。削减政府支出对经济具有紧缩效应，可能部分对冲减税效应。但特朗普能够多大程度减少非国防支出存在很大不确定性，社保、医疗等非国防强制性支出占政府总支出 40% 以上，因通胀、人口老龄化和医疗成本上升，这些支出很难下降。

我们一般通过财政赤字率来简单评估财政政策对经济增长的贡献。近年来，财政政策在支撑美国经济强劲增长中发挥了重要作用。2023-2024 年的财政赤字占 GDP 比例维持在 6.5% 的高位，远高于 2018-2019 年的 4.5%。我们预计，覆盖 25 年前第三季度的拜登政府 2025 财年赤字预算将基本保持不变，但特朗普政府可能通过国会预算协调程序进行结构性调整。特朗普政府对财政预算的主导作用可能要到 2026 财年开始的 25 年第四季度才开始体现。

预计财政赤字率将从2024年的6.5%小幅降至2025年的6.4%，财政政策对经济增长的贡献将有所减弱。

## 去监管

特朗普的去监管政策旨在减少企业的监管负担，释放企业家的动物精神。重点领域包括能源（削减环保监管）、医疗保健（扩大各种保险计划的可及性）和劳工市场（降低中小企业合规成本）。除削减联邦政府层面监管外，特朗普还希望推动州和地方层面的去监管，包括改革职业许可和其他监管框架。去监管政策通过鼓励创业、刺激投资、提升效率和促进竞争对经济增长有提振作用，通过提升供给和生产效率对通胀有一定抑制作用，所以去监管政策有利于降低经济滞涨风险。

特朗普提名的财长人选斯科特·贝森特（Scott Bessent）曾提出通过去监管等政策实现“3-3-3”经济计划，即2028年财政赤字率降至3%、原油产量增至每日300万桶和GDP增速达到3%。市场将财长人选提名解读为特朗普重视财政稳健和经济增长的信号。但其原油产量目标能否实现存在较大不确定性。根据堪萨斯城联储最新调查，原油价格超过每桶65美元时美国能源公司采油业务才能实现盈利，原油价格超过每桶89美元才能大幅刺激原油开采活动。在全球原油需求前景疲软和油价低迷的情况下，实现每日300万桶原油产量的目标可能极具挑战性。

## 减少移民

移民问题是特朗普竞选核心议题之一。特朗普承诺将在上任第一天优先推动移民改革。他的提案包括宣布国家紧急状态，动员军事资源大规模驱逐非法移民。根据美国海关与边境保护局（CBP）估算，2022年1月末美国约有1100万无证移民。近年来大量新增移民流入，预计2024年末非法移民人数可能达到1600-1800万人，其中约1300万人为就业人员，占美国劳动力人数约7.7%。

大规模驱逐非法移民在后勤、司法和政治方面面临巨大挑战，特朗普可能采取更加渐进的方式，通过“切香肠”策略优先处理相对容易的问题。首先，特朗普将利用行政范围内职权减少非法移民流入，将当前边境“抓捕并释放”政策改为“留在墨西哥”。根据国会预算办公室（CBO）数据，2023年美国因非法入境和逾期居留新增约330万非法移民，其中约200万通过非官方口岸进入，包括在边境被CBP官员抓获后释放的110万人和未被发现的86万人。其次，特朗普可能改革合法移民制度，更加突出移民才能并减少连锁移民。在特朗普第一任期内，合法移民人数大幅下降，从2017年的131万降至2020年的60万，针对高技能雇员的H1-B签证数量也显著下降，拒签率大幅上升。最后，更极端和困难的措施是驱逐境内非法移民，特朗普可能优先针对目前约200万有刑事指控或被拒绝庇护申请的非法移民。

在基准情景下，我们预计非法移民净流入将从2022-2024年均210万人降至2025-2028年均10-20万人，总移民净流入从2022-2024年均300万人下降至2025-2028年均80-110万人。在悲观情境下，2025-2028年均150-220万人被驱逐，超过特朗普第一任期的120万和1954年“湿背行动”期间创纪录的130万人。

移民流入对经济增长具有提振作用。移民流入既增加劳动力供给，又提升对食品、住房、教育等商品和服务的需求。非法移民还可以减缓财政赤字率增加和政府债务率上升，他们通过消费税和工资税贡献财政收入，但对社会福利的获取相对有限。根据CBO预测，2025-2028年非法移民将减少财政赤字约2610亿美元，相当于同期预测总财政赤字（不含利息支付）的6%左右。移民流入对通胀的中长期影响趋近中性，因为移民流入既增加劳动力供给，也推升住房、教育等消费需求。美联储主席鲍威尔在2024年7月曾表示移民从长期看对通胀影响中性。

特朗普的移民政策将对经济供需同时产生影响，包括减少劳动力供应、降低对商品和服务需求、推升财政赤字和增加移民群体的预防性储蓄，从而拖累经济增长。基准情景下，我们预计限制性移民政策将在 2025-2028 年年均拉低 GDP 增长 0.1-0.15 个百分点。在大规模驱逐非法移民的情景下，2028 年 GDP 比未驱逐情境下的趋势低 1%-1.5%。移民政策对通胀影响基本中性。非法移民劳工占比较高的行业如农业（40%）、建筑业（20%）和休闲与酒店业（10%），可能面临劳工供应冲击与通胀上升，但移民贡献需求较多行业如住房和教育可能面临需求放缓和去通胀效应。

## 关税

特朗普称关税是“词典中最美的单词”，将坚定致力于通过提高关税将制造业就业机会重新带回美国和减少美国贸易逆差。他在竞选期间提议对所有从中国进口商品征收 30% 或 60% 关税，对来自其他国家的进口商品征收 10% 或 20% 的关税。目前尚不清楚特朗普是将关税威胁作为“极限施压”的谈判工具，还是真的相信关税是减少美国贸易逆差和振兴本国制造业的最佳方案。我们倾向于认为是后者，特朗普对商务部长、贸易代表和财长的提名都非常看重他们对关税政策的拥护态度。特朗普可以通过《国际紧急经济权力法案》（IEEPA）宣布国家进入紧急状态，迅速对其他国家加征全面关税。但这种做法可能面临司法挑战和其他国家的关税报复。

特朗普对中国的关税策略可能有所不同，他上一任期的“301 条款”调查仍可使用，更可行政策略是对现有关税进行加码。我们预计首轮关税加征对象是现有关税清单商品（约 3200 亿美元，占 2023 年美国自华商品进口额的 75%），关税加征幅度可能为 15%-25%，时间可能在 2025 年第三季度。2026 年可能进一步全面上调关税，上调幅度 15%-25%，最终取决于中美谈判结果。美国还可能取消中国最惠国贸易地位。基准情景下，中国商品的加权平均关税将从当前 10%-13% 升至 2025 年末 20%-30% 和 2026 年末 30%-50%。对其他国家的加权平均关税可能从当前 1% 上升至 2025 年末 2%-3%，2026 年可能保持在 1%-2% 或进一步升至 4%-5%，这取决于特朗普关税策略的成效。

关税政策将给经济带来滞涨效应。基准情景下，从 2025 年第四季度开始关税上调将年均提升 CPI 增速 0.2-0.5 个百分点。关税上调可能降低 2025 年 GDP 增速 0.1 个百分点，降低 2026 年 GDP 增速约 0.3 个百分点。如果新一轮贸易战引发其他国家大规模加征报复性关税，那么将降低 2026 年 GDP 增速 0.4-0.8 个百分点。

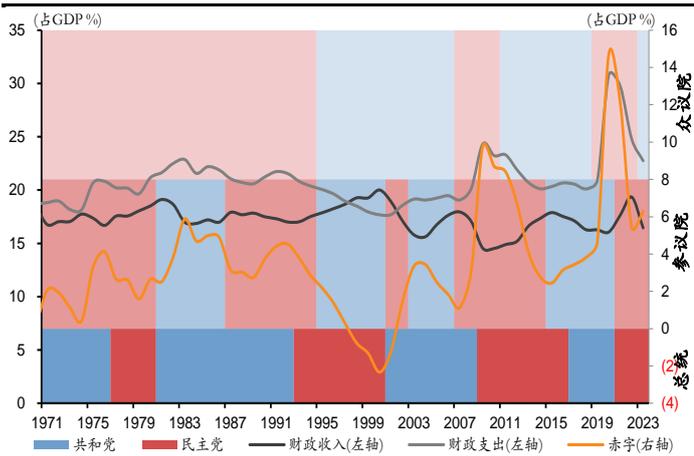
关税政策对低收入家庭影响较大。低收入家庭相对更依赖低廉的进口商品（如电子产品、鞋类、纺织品和服装），关税上调可能减少他们对这些商品的需求。关税政策对企业资本支出也有负面影响。首轮关税可能针对中间品，以尽量减少对终端消费和通胀的直接影响，这将增加企业供应链成本；关税政策带来不确定性，将抑制或推迟企业投资活动。关税政策无法解决美国贸易不平衡和制造业外包问题。美国贸易赤字居高不下是因为储蓄投资缺口较大，背后原因包括联邦政府赤字较高、家庭储蓄率较低和企业投资强劲。制造业大量外包是由于美国本地制造成本较高、产业工人缺乏等原因。

图 2: 特朗普主要政策

| 政策议题 | 对GDP影响   | 对通胀影响                       | 内容                                  | 可能性 | 总统行政权力 | 需要国会立法 |
|------|--|-----------------------------|-------------------------------------|-----|--------|--------|
| 税改   | 在25年四季度前影响温和正面; 对2026财年影响更大                              | 在25年四季度前影响温和正面; 对2026财年影响更大 | 2017年《减税与就业法案》的永久化                  | 高   |        | ✓      |
|      |  |                             | 将美国本土制造业公司税率从21%降至15%               | 中   |        | ✓      |
|      |  |                             | 免除小费、加班工资和社会保障福利的个人所得税              | 低   |        | ✓      |
|      |  |                             | 提高/取消地方和州个人所得税对联邦税的抵扣上限             | 低   |        | ✓      |
| 去监管  | 温和正面   | 温和降低                        | 放宽石油和天然气开采监管政策                      | 高   | ✓      |        |
|      |  |                             | 削减环保监管与补贴                           | 高   | ✓      |        |
|      |  |                             | 降低中小企业合规成本                          | 高   | ✓      |        |
|      |  |                             | 放松金融服务行业监管                          | 高   | ✓      |        |
| 移民改革 | 基本情景下每年拖累0.1-0.15个百分点; 若大规模遣返至28年比原趋势低1-1.5%             | 略微推升或中性                     | 加强南部边界的非法越境管控                       | 高   | ✓      |        |
|      |  |                             | 2025-2028年间大规模遣返150-220万人           | 中   | ✓      | ✓      |
|      |  |                             | 实施更严格的移民系统, 包括限制合法工作和学生签证           | 高   | ✓      |        |
| 关税   | 25年:-0.1个百分点<br>26年:-0.3个百分点;<br>若遭全球关税报复则为-0.4至-0.8个百分点 | 25年4季度开始年化增速提高0.2-0.5个百分点   | 25年三季度前对现有301条款调查的中国商品清单加征15-25%的关税 | 高   | ✓      |        |
|      |  |                             | 对全球其他地区的实际关税从当前的1%提高至25年的2-3%       | 高   | ✓      |        |

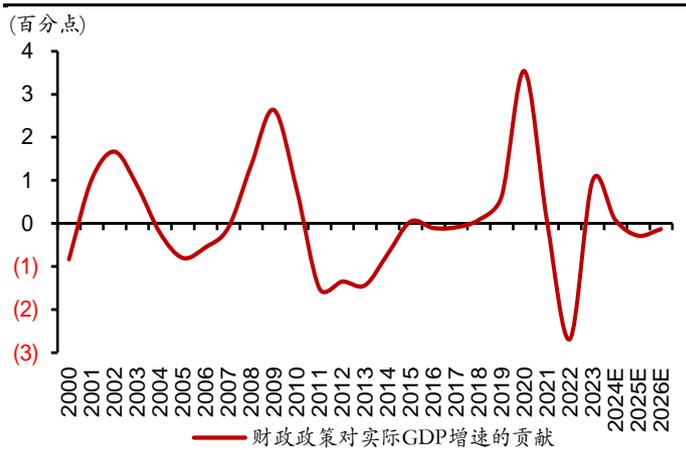
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 3: 不同政治周期下的财政预算



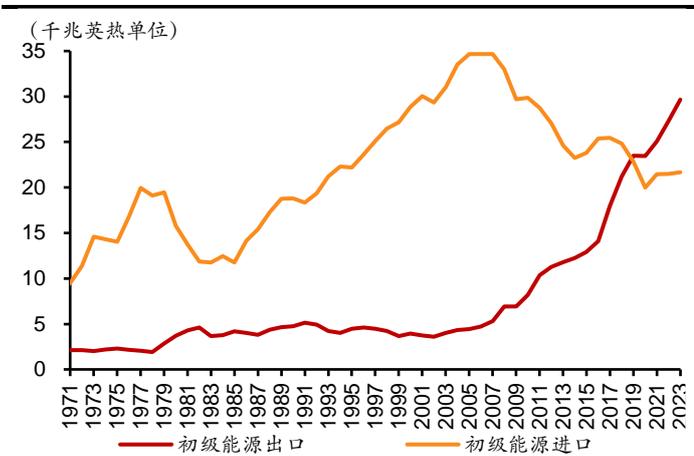
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 4: 财政政策对实际 GDP 增速推动



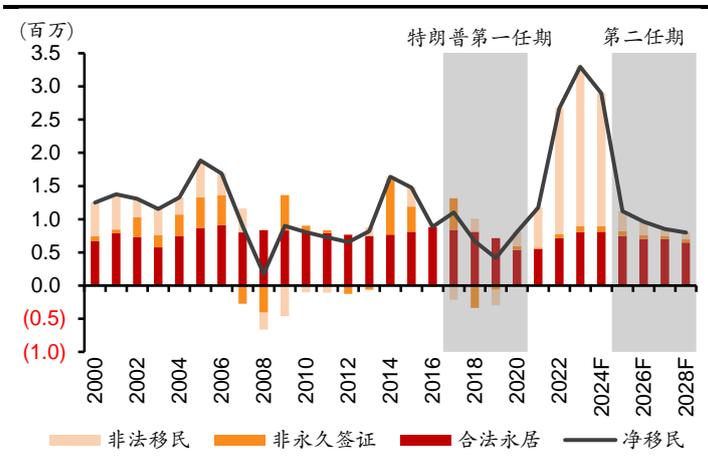
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 5: 初级能源进出口



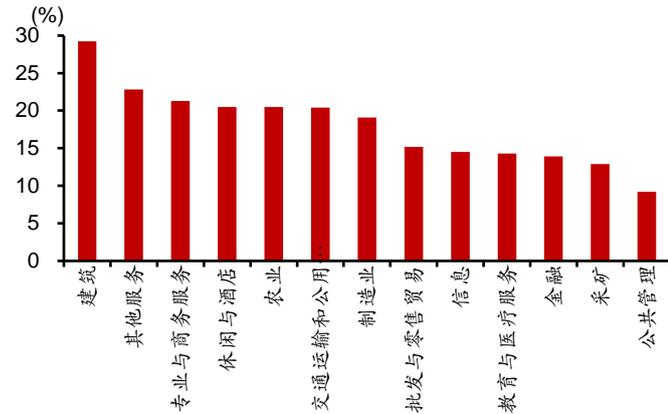
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 6: 净移民流入数



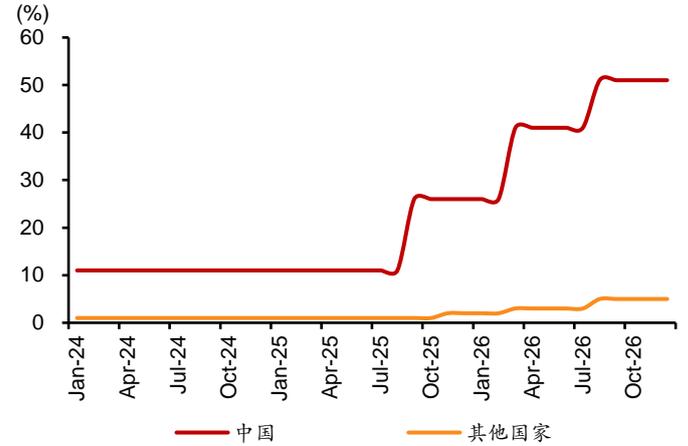
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 7: 各行业从业人员中外国出生员工占比



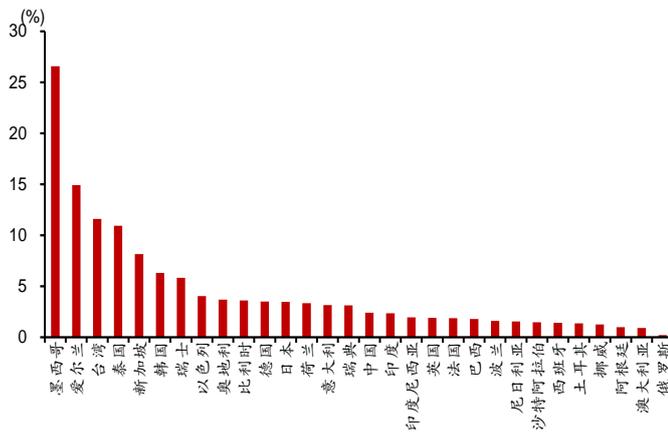
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 8: 美国商品进口加权平均关税展望



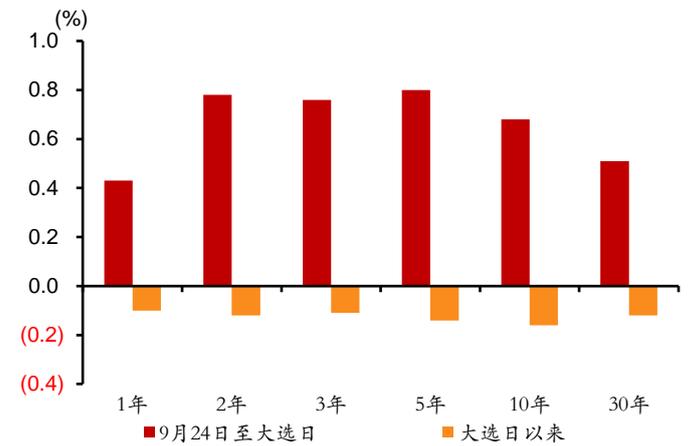
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 9: 对美出口/GDP



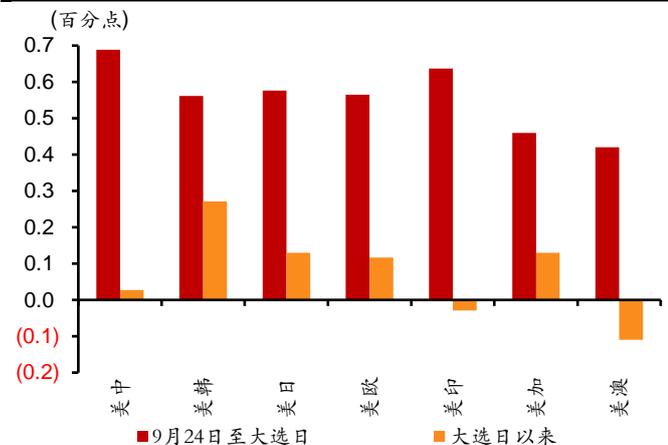
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 10: 美国各期限国债收益率在大选日前后变化



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国与其他国家 3 年国债利差在大选日前后变化



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 12: 汇率在大选日前后变化



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

## 经济增长

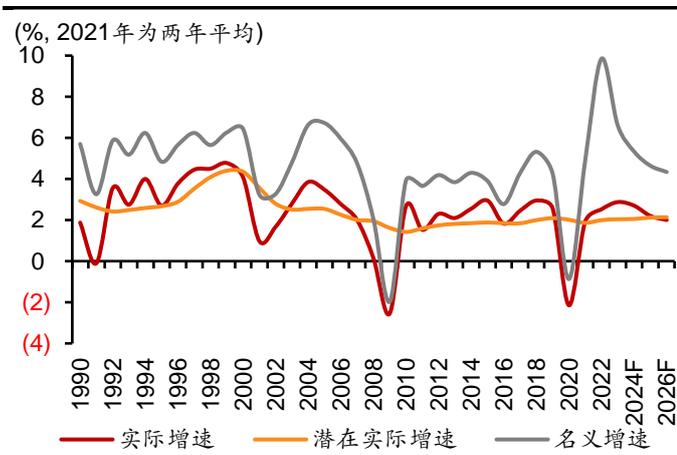
2024年美国经济增长依然强劲，预计GDP增长率将达到2.7%，低于2023年的2.9%。尽管增速放缓，但GDP增速将高于2014-2023年2.5%的平均增速和2.2%的潜在增速。PCE通胀仍高于目标，失业率保持在低位。以上趋势表明经济虽然降温但仍有韧性。

2024年家庭消费、企业投资、政府支出和出口是经济增长的主要推动力。稳健的就业市场、显著的工资增长、正向财富效应和固定利率房贷对债务人保护对消费形成支撑，预计全年家庭消费不变价增速将达到2.6%，拉动GDP增速约1.7个百分点，而2014-2023年家庭消费不变价增速及其对GDP增速贡献分别达到2.8%和1.8个百分点。企业强劲盈利、AI技术革命和财政补贴对企业投资形成支撑，但高利率对企业投资有一定抑制作用，预计全年非住宅投资不变价增速达到3.7%，而2014-2023年平均增速为4.3%。由于拜登政府保持较高的财政赤字，全年政府支出不变价增速可能达到3.5%，超过2014-2023年1.5%的平均增速。海外商品需求和供应链改善，预计全年商品和服务出口不变价增速将达到3.4%。

未来两年美国经济增长可能逐渐放缓。预计GDP增速从2024年的2.7%放缓至2025年的2.3%和2026年的2%。预计家庭消费、非住宅投资、政府支出和出口的不变价增速分别从2024年的2.6%、3.7%、3.5%和3.4%放缓至2025年的2.4%、3.5%、0.8%和2%。经济增长下行压力主要来自三个方面。首先，经济扩张周期进入后期，高基数影响和货币政策紧缩滞后效应将进一步显现。其次，特朗普政策不确定性可能最终拖累经济增长。特朗普政策可能延缓去通胀进程、减少降息幅度和支撑美元走强，从而延长限制性货币政策的作用。他的关税和移民政策将损害消费需求、商业信心和劳工供应。第三，非美地区经济延续疲软，特朗普新一轮贸易战将进一步削弱全球经济前景，可能最终拖累美国经济。

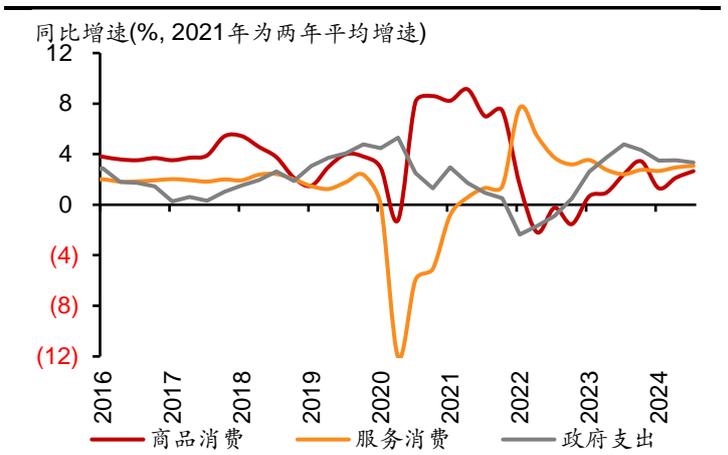
但美国经济有望实现软着陆。首先，不同行业因疫情扰动等因素而周期错位，经历滚动式下滑，降低了经济衰退可能性。2020-2021年，宅经济火爆，房地产和耐用消费经历超级繁荣周期，而服务消费出现深度衰退。2022-2023年，经济重启后通胀大幅上升，剧烈加息推动房地产和耐用消费进入衰退，但服务消费延续复苏。其次，家庭资产负债表强劲，房地产和股市价格繁荣支撑家庭财富存量大幅超越疫情前趋势线，固定低利率房贷降低了加息周期对家庭偿债负担影响。再次，得益于财政刺激、经济重启和服务业复苏，企业在过去几年积累了大量现金储备，降低了加息周期对其资本支出的挤压效应。最后，财政赤字居高不下，政府支出持续扩张，为经济增长做出了重要贡献。

图 13: 实际和名义 GDP 增速



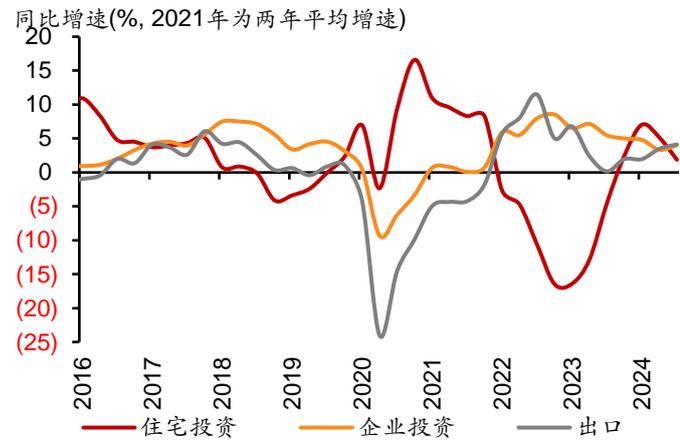
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 14: 家庭消费与政府支出增速



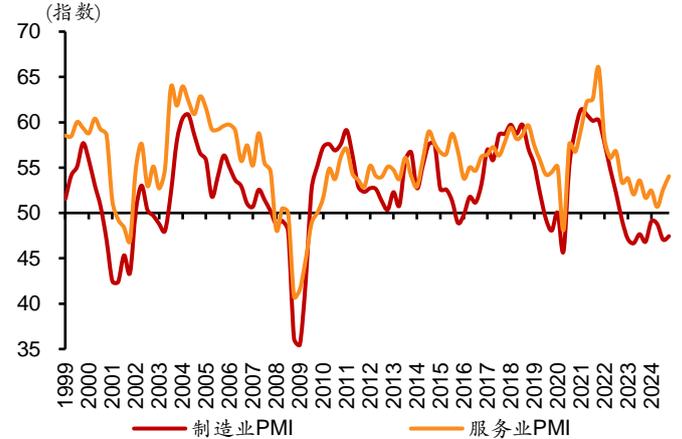
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 15: 投资和出口增长



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 16: 制造业和服务业 PMI



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

## 就业

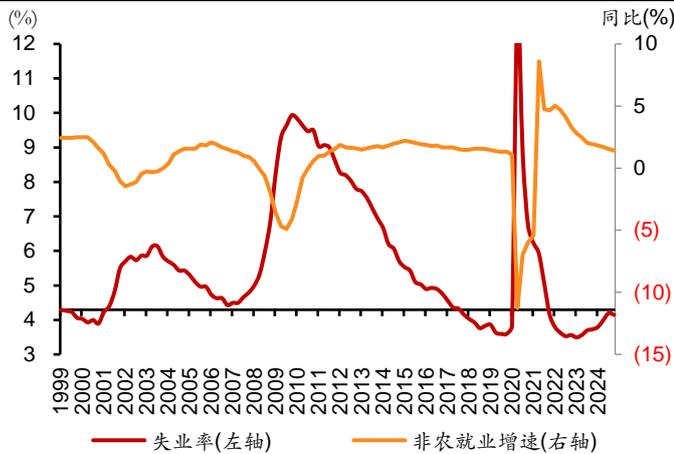
2024 年劳动力市场逐步降温但仍有韧性，招聘和裁员均在较低水平。2024 年前 11 个月，非农就业月均新增人数降至 18 万人，低于 2023 年的 25.1 万人。失业率从 2023 年末的 3.7% 小幅升至 2024 年 11 月的 4.2%，但仍处于历史较低水平。职位空缺数/失业人数比从 2023 年 12 月的 1.4 下降至 2024 年 10 月的 1.1，略低于疫情前 1.2 的水平。2024 年第三季度薪资同比增速 3.9%，低于 2023 年的 4.6%，逐渐接近 3.5% 的合宜水平（劳动生产率增速 1.5% 情况下与 2% 通胀目标相一致的工资增速）。随着劳动力市场降温，薪资增长已不再是通胀压力的主要来源。

更广泛的指标显示劳动力需求逐步放缓。职位空缺数、辞职率和人员流动率均在下降。由于罢工和极端天气，初次申请失业救济人数 10 月初激增，但近期已再次下降。持续申领失业救济人数则缓慢上升，失业人员找到新工作所需时间有所延长。目前新增就业主要集中在医疗保健、休闲与酒店业和政府部门，这三大部门占 2024 年新增非农就业总量的 75% 以上。随着这些部门就业对疫情前趋势的追赶效应逐渐消退，加上移民减少可能影响相关行业劳动力供应，未来非农就业增长将延续放缓。

2024 年失业率曾触发萨姆规则，但此次情况与以往不同。2024 年 8 月发布的“季度就业与工资普查”（QCEW）季度修正数据曾引发市场对就业数据可能高估的担忧，7 月失业率上升触发萨姆规则（Sahm Rule），即最近 3 个月失业率移动平均值超过过去 12 个月最低点 0.5 个百分点意味着经济将进入衰退。但此次情况与以往不同，失业率上升主要由于移民流入扩大劳动力供应和找工作人数，而就业人数仍稳步增长且裁员水平处于低位。

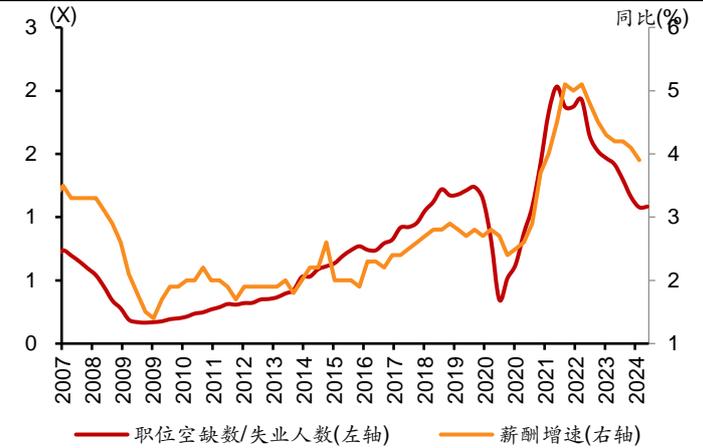
2025 年劳动力市场将延续温和放缓，急剧恶化的可能性较小。劳动力市场急剧恶化需要消费、投资和政府支出等主要需求大幅转弱，但目前尚未看到相关迹象。我们预计 2025 年新增非农就业人数月均水平可能降至 12.5 万人，失业率可能升至 4.3%，与经济温和放缓相一致。工资增速可能小幅下降，但仍将超过通胀，实际工资正增长将是家庭消费持续增长的重要支撑。

图 17: 失业率和非农就业增速



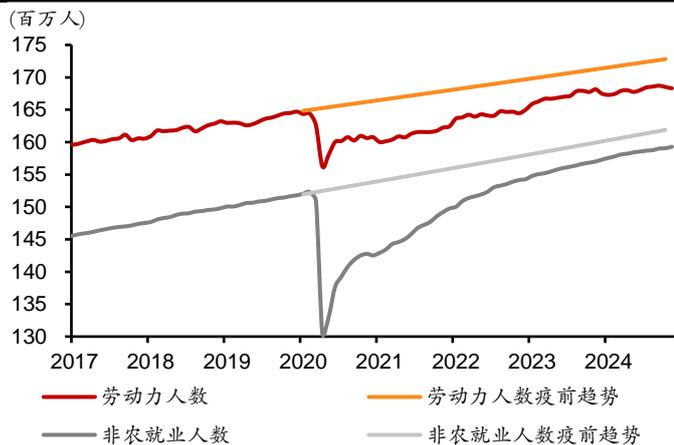
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 18: 职位空缺数/失业人数比和薪酬增速



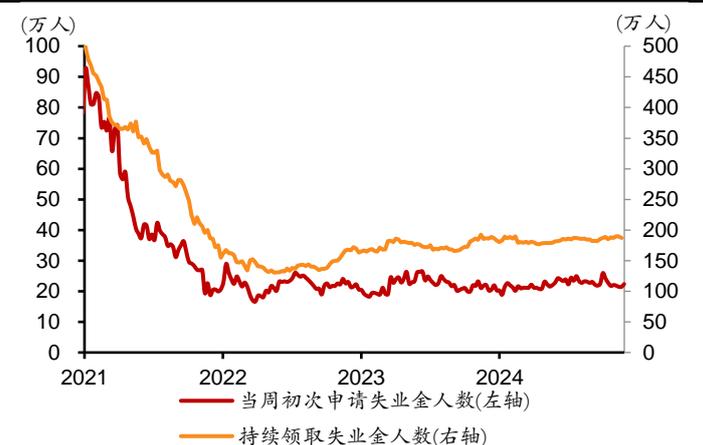
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 19: 劳动力和非农就业人数



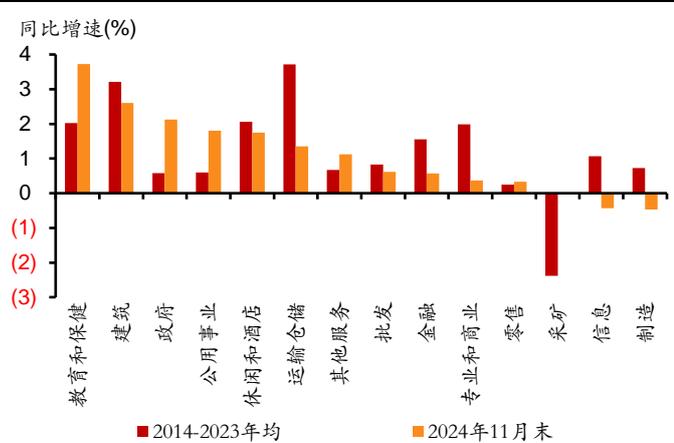
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 20: 初次和持续申请失业救济金人数



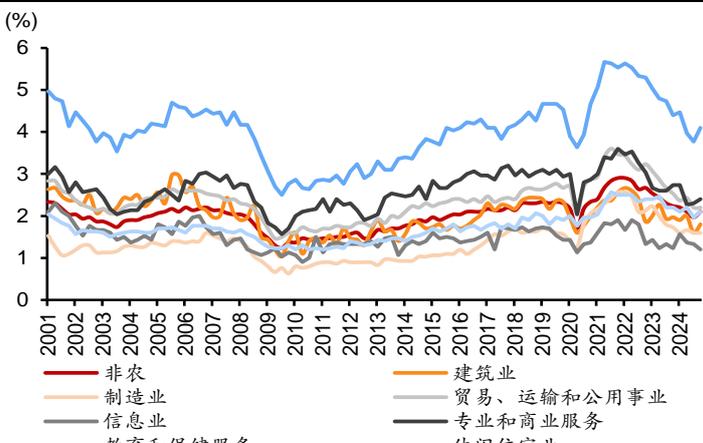
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 21: 主要行业非农就业人数增速



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 22: 主要行业辞职率



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

## 通胀

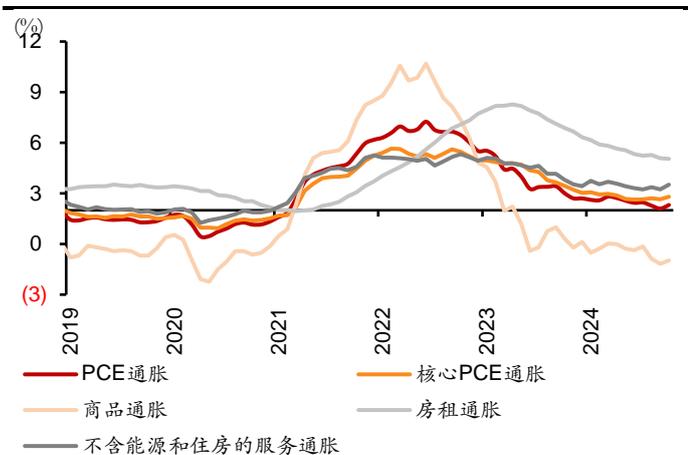
2024年去通胀延续但有所趋缓。商品通胀大幅下降，食品、能源和耐用消费品价格显著回落，因为供应链恢复、消费者需求从商品回归服务和制造业产能过剩。但服务通胀下降相对迟缓，因为房租和工资合同价格具有一定粘性。PCE通胀3个月移动平均值从2022年年中7%左右的峰值降至2023年12月的2.8%和2024年10月的2.2%。核心PCE通胀3个月移动平均值从2022年3月5.6%左右的峰值降至2023年12月的3.2%和2024年10月的2.7%。房租通胀3个月移动平均值从2023年3月8.3%左右的峰值降至2023年12月的6.2%和2024年10月的4.9%。

房租通胀下降速度明显慢于其他项目，因为CPI中房租变化存在滞后期。CPI房租调查样本被分为六组，每六个月对同一组样本仅收集一次数据。由于美国租约通常每年更新一次，新租约在样本中占比较小，CPI房租对租房市场价格变化的反应存在延迟。分别反映市场现有租户和新租户租金变化的全体租户租金指数（ATRR）和新租户租金指数（NTR）的同比增速已从2022年7.7%和12.9%的峰值水平降至2024年第三季度的3.9%和1%。2024年独户住宅租金在CPI调查样本中权重有所提高，而新租约在样本中比例降低，进一步延缓房租通胀下降速度。

2025年通胀将以更慢速度下降。预计PCE和核心PCE通胀率分别从2024年的2.4%和2.7%降至2025年的2.2%和2.3%。由于全球能源需求疲软、特朗普能源政策提振供应和OPEC+很难大幅减产，能源通胀依然较低，但对去通胀的贡献已明显下降。因企业议价能力减弱和消费者对价格更加敏感，核心商品通胀可能仍在低位，近期PPI最终商品价格同比和环比增速均处于较低区间，进口价格增速也低于疫情前平均水平。房租通胀仍有补跌空间，因为其明显滞后于新租约价格涨幅回落过程。除房租和能源外的服务通胀与薪资涨幅密切相关，随着劳动力市场降温 and 薪资增速放缓，除房租和能源外服务通胀可能逐步下降。

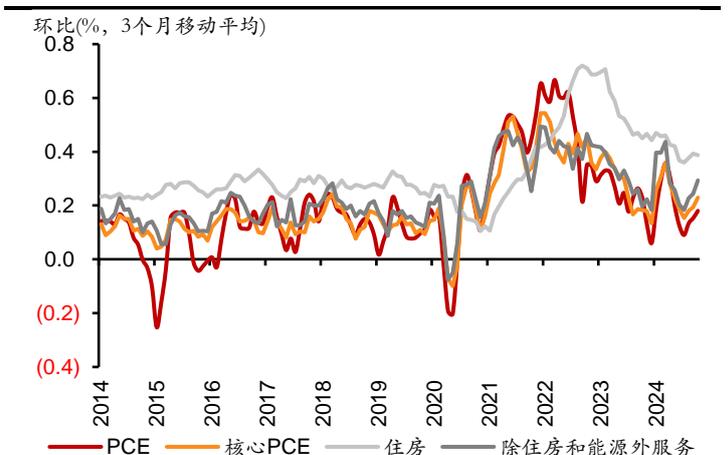
特朗普政策可能增加中期内通胀前景不确定性，他的关税和减税政策可能增加2026年通胀压力。假设到2025年末美国对中国征收30%关税而对其他伙伴征收10%关税，考虑到美元升值对进口价格的传递效应和进口价格上涨对需求的抑制效应，关税政策可能推升2026年美国PCE通胀约0.6个百分点。他的移民政策对通胀影响基本中性，因为抑制需求效应与减少劳动力供给影响相互抵消。

图 23: PCE 价格同比增速



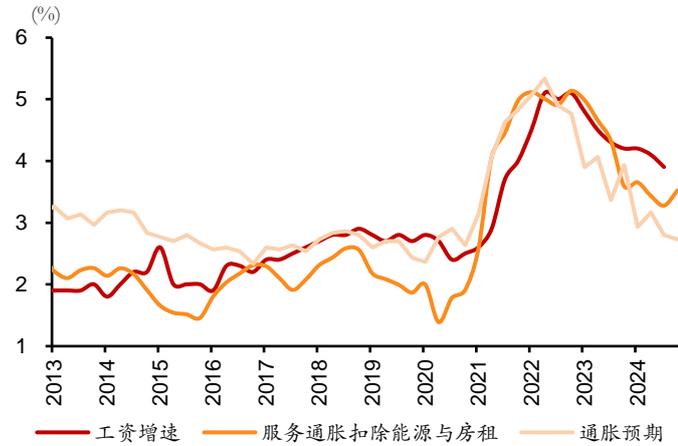
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 24: PCE 价格环比增速



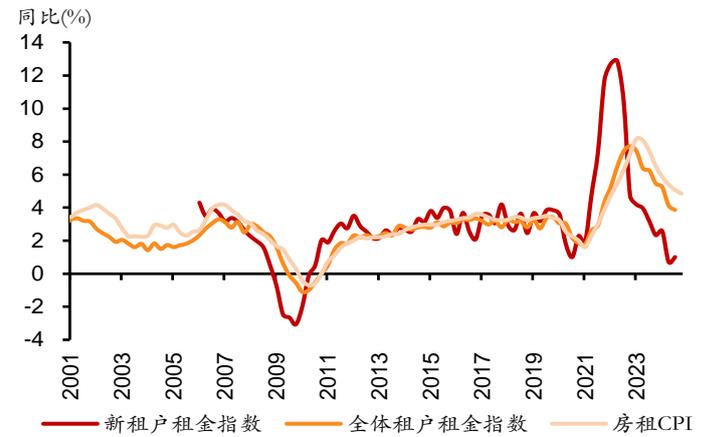
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 25: 薪资增速、核心服务通胀和通胀预期



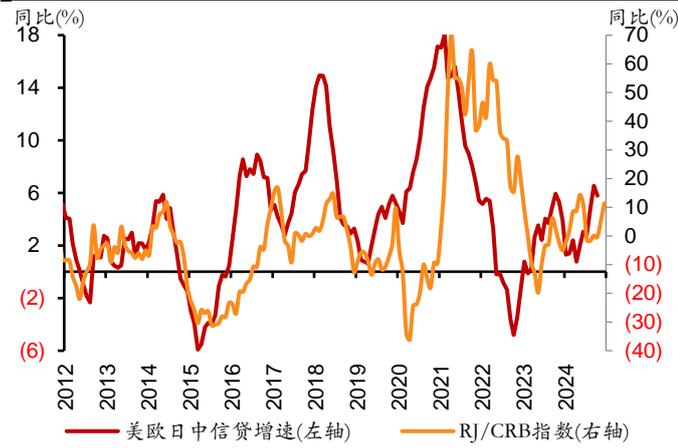
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 26: 新租约价格、全体租约价格和房租 CPI 增速



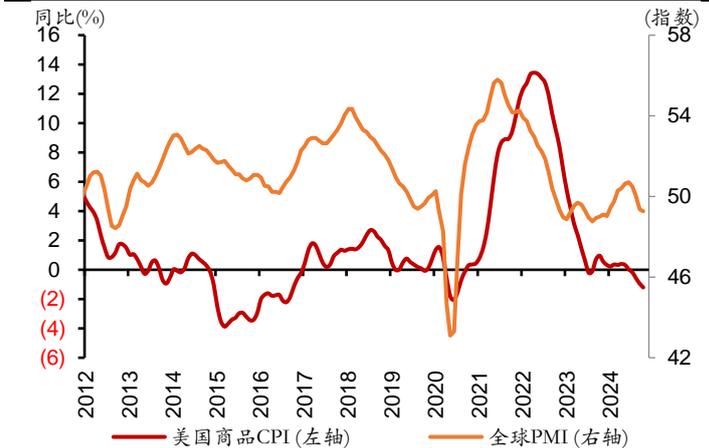
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 27: 全球货币周期和大宗商品周期



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 28: 美国商品通胀和全球 PMI



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

## 消费

2024 年家庭消费表现强劲, 尤其是服务消费延续较快增长成为经济韧性的重要支撑。2024 年前 10 个月, 消费支出不变价增速达到 2.7%, 全年增速可能达到 2.6%, 高于 2023 年的 2.5%, 家庭消费继续超过疫情前趋势水平。2024 年商品消费不变价增长 2.1%, 高于 2023 年的 1.9%, 其中非耐用品消费增速从上年的 0.8% 反弹至 1.9%, 耐用品消费增速则从 2023 年的 3.9% 放缓至 2.7%。食品和服装消费分别增长 1.2% 和 1.6%, 而能源产品消费下降 0.5%, 因能源价格下跌。由于实际利率偏高, 汽车消费下降 2.6%, 低于 2023 年的 3.1%。但家具和家电消费增速反弹至 4.1%, 高于上年的 1.8%。2024 年服务消费不变价增速达到 2.91%, 略高于 2023 年的 2.86%, 其中医疗、娱乐服务、住宿餐饮、金融服务的消费增速有所放缓, 而交通服务消费增长较快。

2024 年家庭消费强劲表现来自多个因素支持。首先是企业投资增长强劲和就业市场依然稳健。2024 年私人投资不变价增速可能达到 4.6%, 高于 2014-2023 年 3.7% 的平均增速。资本支出持续扩张支撑劳动力需求。尽管失业率有所上升, 但仍处于低位, 非农就业增速略高于 2015-2019 年平均水平, 工资收入增速保持强劲。其次是消费者信心提升和储蓄率下

降，转化为必选消费和可选消费支出意愿。第三是资产价格上涨带来财富效应，股价和房价持续上涨大幅提升家庭财富价值，增强家庭资产负债表。我们估计2024年财富效应对美国消费增速的贡献可能达到0.3个百分点。最后是政府支出延续较快增长，通过转移支付、创造就业和改善公共服务对家庭消费形成支撑。2024年政府支出不变价增速可能达到3.5%，对美国GDP增速贡献可能达到0.5个百分点。

2025年家庭消费增长可能依然不错，但将有所放缓。预计家庭消费不变价增速可能从2024年的2.6%降至2025年的2.4%。家庭消费前景仍然积极，但存在一些下行风险。利率温和下降对住房需求和耐用品消费是利好，但特朗普政策可能限制美联储降息空间。劳动力市场可能延续温和降温，失业率略有上升，工资增速小幅下降。房产净值可能继续增长，但增速因住房供需更趋平衡而放缓。企业盈利和股市动能依然较强，但过度乐观预期和过高估值可能导致市场波动。消费者信心可能依然较高，但消费贷款拖欠率上升和信贷条件收紧可能给消费带来一定下行压力。

图 29: 家庭收入和消费不变价增速

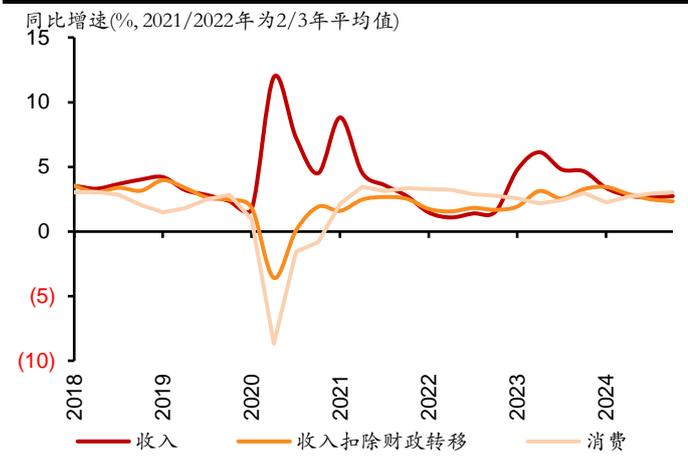


图 30: 消费者信心指数和储蓄率

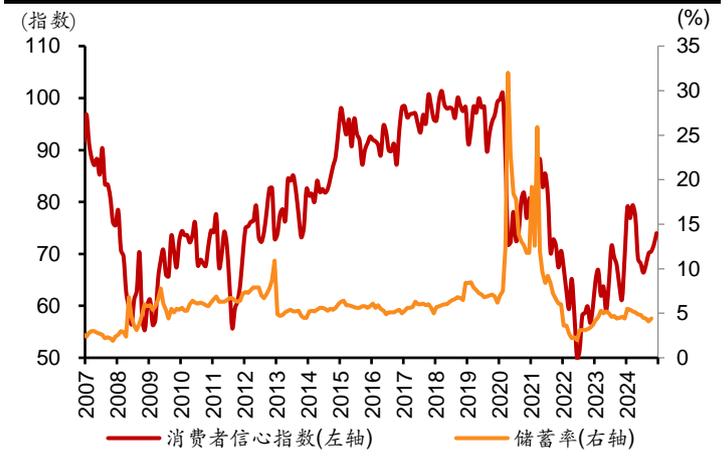


图 31: 家庭财富与偿债负担率

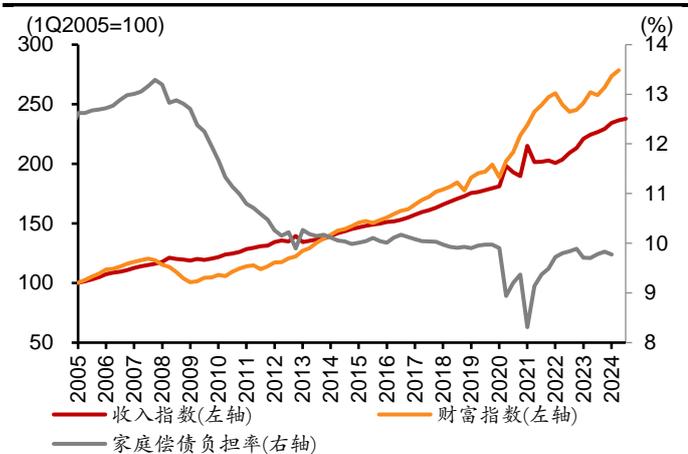


图 32: 家庭商品和服务消费不变价增速

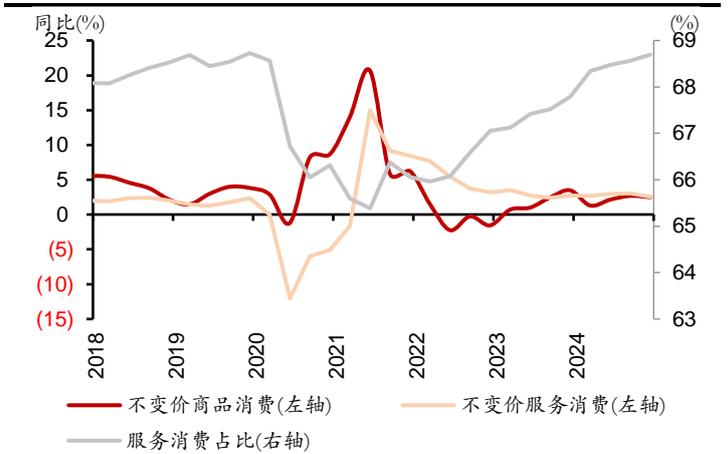
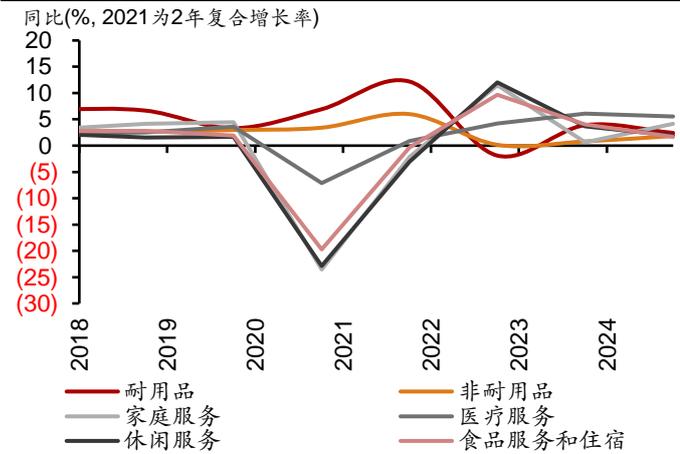
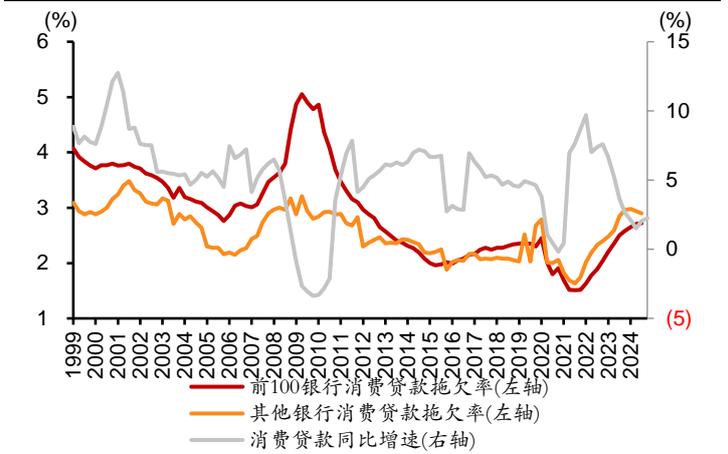


图 33: 分类别家庭消费不变价增速



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 34: 消费者贷款拖欠率和增速



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

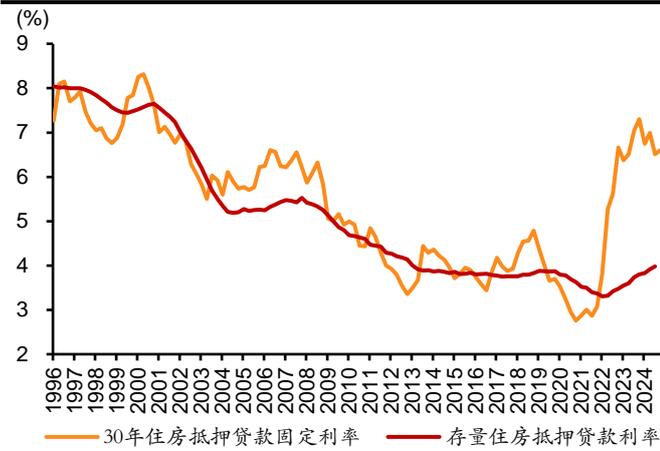
## 房地产

2024 年房地产市场处于类似滞胀状态。房屋销售低迷，2024 年前 10 个月房屋（包含新房与二手房）总销量下降 1%。过去四年房价上涨超过 40%，按揭贷款利率居高，购房负担大幅上升。新房销售增速从 2023 年的 4.5% 降至 2024 年前 10 个月的 1.4%。由于近期“特朗普交易”推动按揭利率反弹，10 月单月新房销售同比大幅下降 9.4%。二手房销量延续下滑，降幅从 2023 年的 19.3% 缩小至 2024 年前 10 个月的 2.5%，仍受到高利率和“金手铐效应”的影响。大量业主被锁定在较低固定利率房贷中而不愿卖房置换，二手房库存降至历史低位，出现供应不足。新房供应有所改善，特别是多户型住宅竣工数量增加，这得益于 2020-2021 年期间强劲的开工量。多户型住宅供给宽松推动其开工量持续下降，但独户住宅仍供不应求，开工量从疫情低谷中恢复。

2024 年商业地产持续面临严峻挑战，但略有改善。2024 年第三季度办公室空置率达到 20%，高于 2023 年底的 19.6%，公寓空置率则从 5.6% 上升至 5.9%，工业、零售和仓储用房的空置率仍低于长期平均水平。办公室、公寓和零售等大多数商业地产的回报率稳步上升，而酒店和工业物业的回报率略有下降。较高的建筑成本和更高的收益率要求导致新建项目开工放缓，这将在短期内支持租金延续增长。

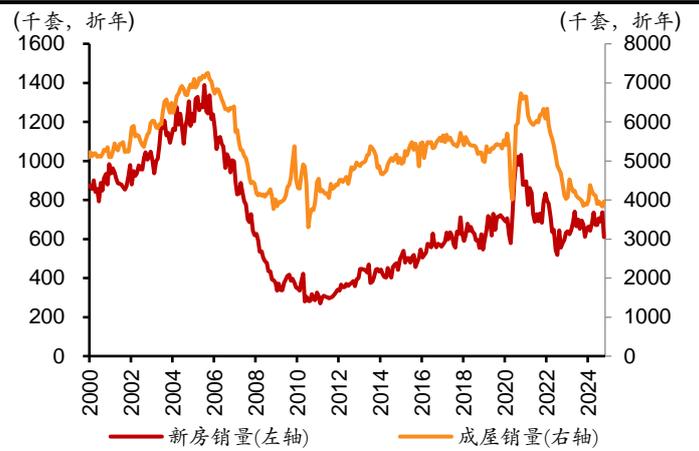
2025 年房地产市场可能走出滞胀而温和改善。由于经济韧性、按揭贷款利率适度下降和住房库存增加，预计新房和二手房销量分别增长 7% 和 4.5%。经济增长可能放缓，但仍有韧性。按揭贷款利率可能适度下降，30 年固定利率按揭贷款利率可能从 2024 年底的 6.7% 降至 2025 年底的 6.2%。由于新建住房项目持续竣工和固定利率按揭贷款“金手铐效应”适度缓解，预计 2025 年住房库存增加 10%。住房供求不平衡有所缓解，房价可能延续上涨但涨幅缩小。受移民减少和多户住宅竣工量下降的混合影响，房租价格涨幅可能稳定在 3% 左右。

图 35: 固定利率房贷的“金手铐”效应



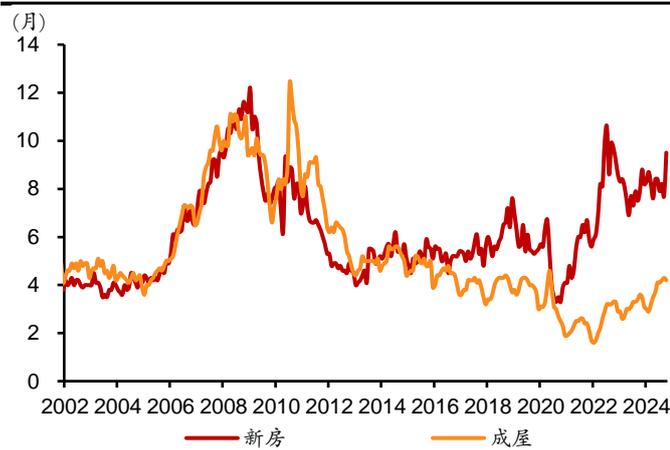
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 36: 新房和二手房销量



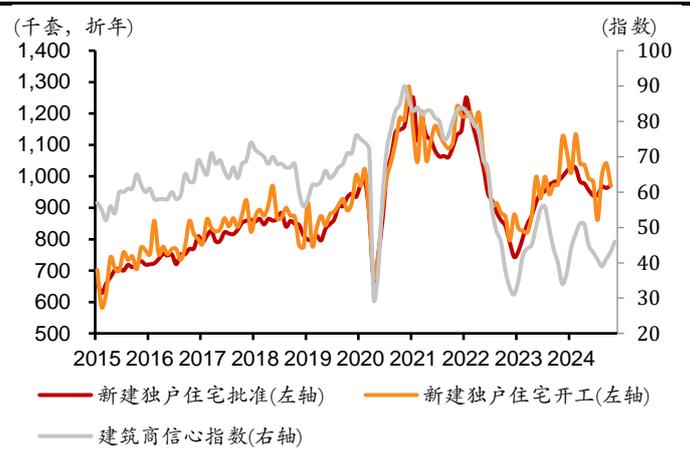
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 37: 新房和二手房库存月数



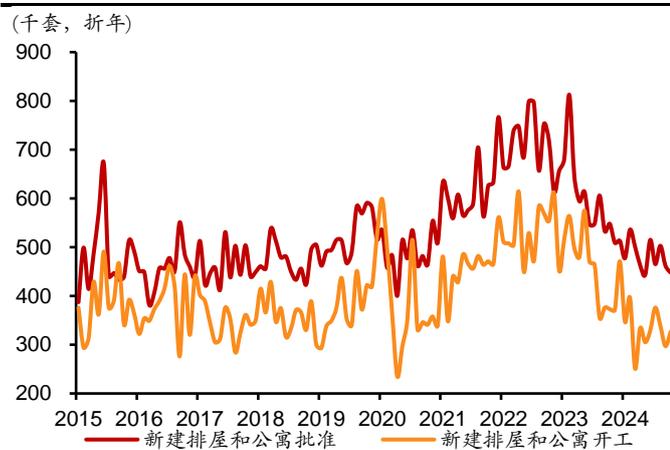
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 38: 新建独户住宅批准、开工和建筑商信心指数



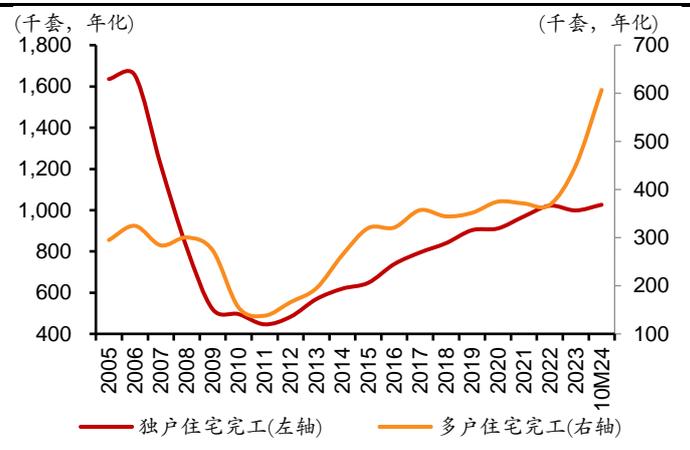
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 39: 多户型住宅批准和开工



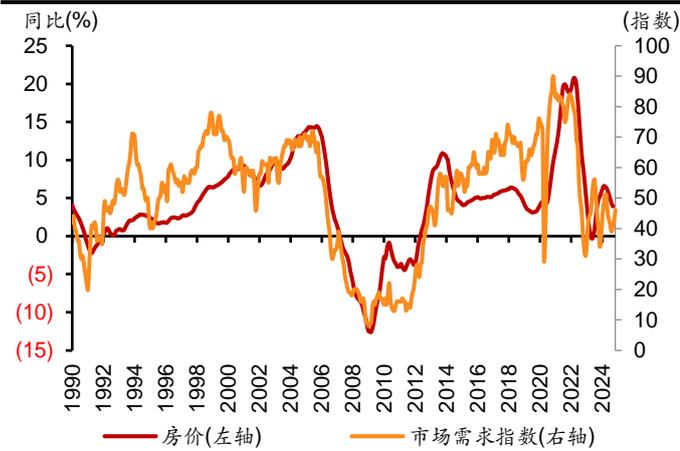
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 40: 独户和多户型住宅竣工



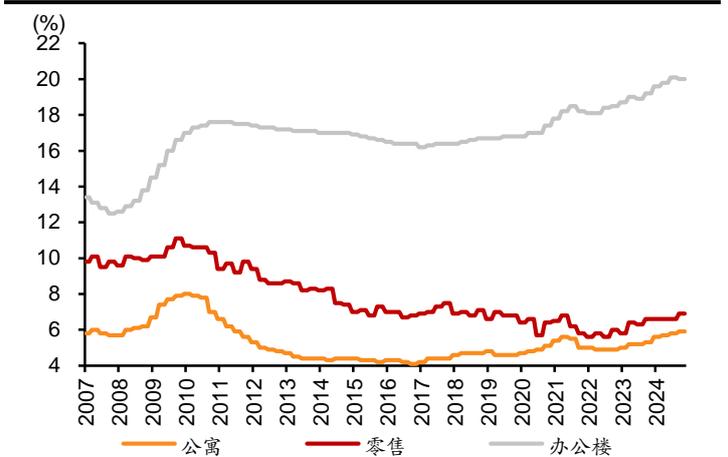
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 41: 房价增速与需求指数



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 42: 商业地产空置率



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

## 企业盈利与投资

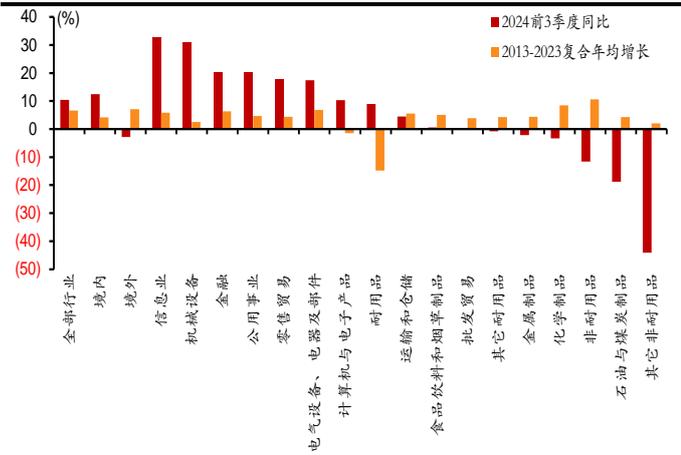
2024 年企业盈利表现强劲, 但各行业显著分化。2024 年前三季度, 美国企业利润同比增长 10.5%, 高于 2013-2023 年 5.2% 的年均复合增长率。境内利润增长 12.5%, 而海外利润下降 2.6%。信息服务、机械设备、金融业、公用事业、零售贸易和电气设备的利润增长率均超过 17%, 而能源、非耐用消费品、化学制品和金属制品的利润同比下降。彭博调查显示市场一致预期 2024 年标普 500 指数 EPS 增速为 9.6%, 通信服务、信息技术、金融和可选消费的盈利增速均超过 14%, 而工业、材料和能源的盈利增速则为负。

2024 年企业投资增速有所放缓, 但依然强劲。非住宅投资不变价增速从 2023 年的 6% 降至 2024 年前三季度的 4%。建筑投资不变价增速从 2023 年的 10.8% 放缓至 2024 年前三季度的 4.4%, 而设备投资增速从 3.5% 小幅升至 3.6%。知识产权投资保持稳定增长, 2024 年前三季度增速达到 4.3%, 而 2023 年增速为 5.8%。2022-2023 年, 《通胀削减法案》和《芯片与科学法案》刺激制造业、技术和可再生能源领域投资大幅增长。随着基数上升和未来需求被部分透支, 政策刺激效应逐渐减弱。但企业投资增速并不低, 消费需求增长强劲、大公司近年来积累大量现金储备和人工智能技术革命是企业投资延续增长的重要支撑。

2025 年企业盈利增速可能小幅回升。目前市场对 2025 年标普 500 指数 EPS 增速的一致预测高达 15%, 超过 2024 年的 9.6%, 其中信息技术、医疗保健、工业和原材料的 EPS 增速预测均超过 15%, 而房地产、必选消费和能源的 EPS 增速预测相对较低, 均低于 6.5%。对盈利增长的乐观预期来自于经济增长的韧性、成本压力的缓解和特朗普上任后提振增长的政策。然而, 如果特朗普的关税和移民政策过于激进, 那么可能带来明显滞胀效应, 增加经济下行风险。

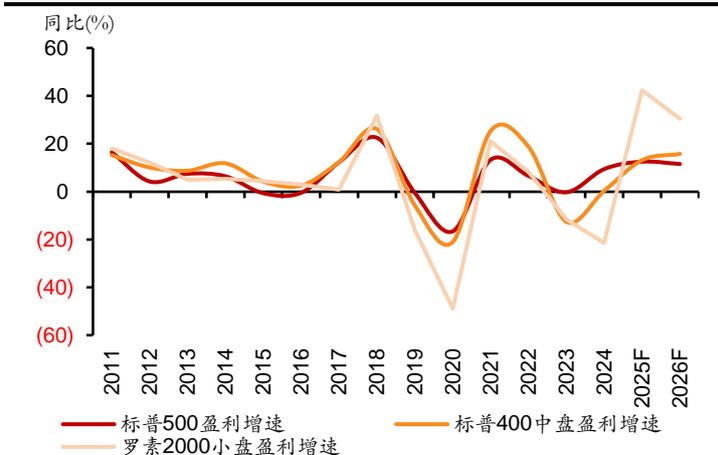
2025 年企业投资增速可能进一步放缓。预计非住宅投资增速从 2024 年的 3.7% 降至 2025 年的 3.5%。因基数较高和透支效应, 半导体和可再生能源领域建筑投资可能明显放缓。受益于特朗普去监管政策和 AI 技术革命, 传统能源和信息技术领域投资将保持稳定增长。税收改革和贸易政策不确定性可能抑制企业投资, 不确定性上升往往导致企业采取“观望”策略, 推迟投资决策数个季度。2018-2019 年美国对中国商品加征关税后, 美国设备投资和制造业产出均出现明显放缓。

图 43: 主要行业企业利润增速



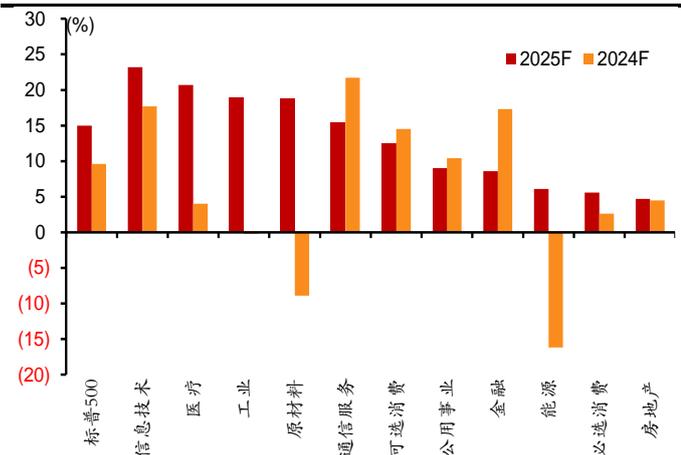
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 44: 彭博对主要股指 EPS 增速的一致预期



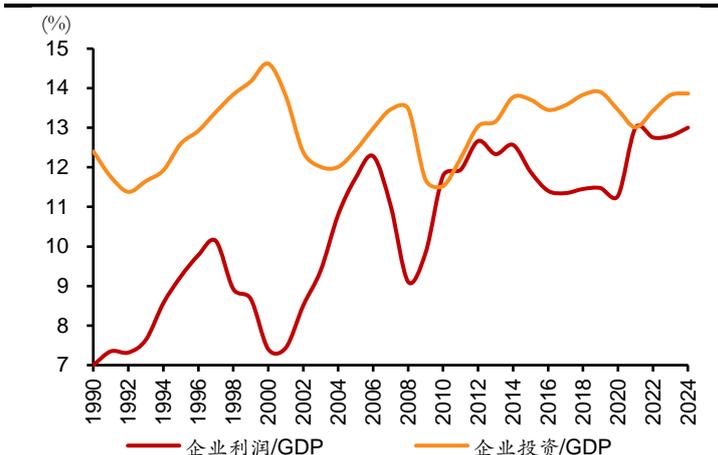
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 45: 彭博对标普 500 各行业 EPS 增速一致预期



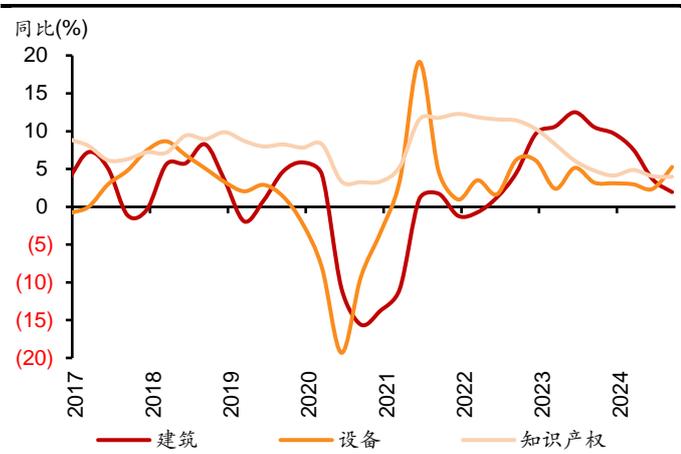
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 46: 企业投资和利润占 GDP%



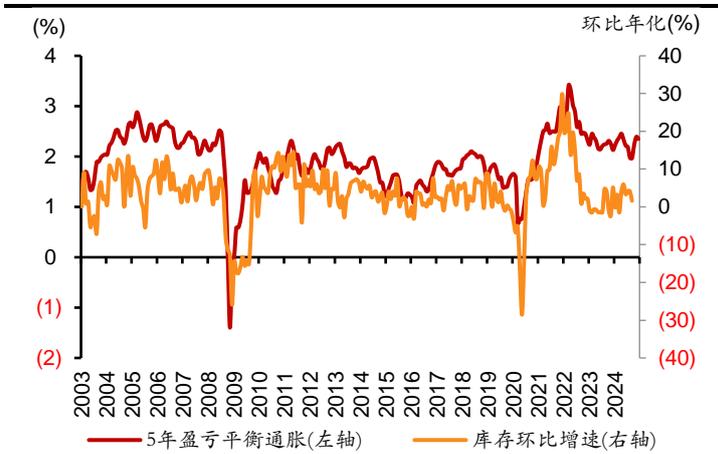
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 47: 私人固定资产投资增速



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 48: 通胀预期和库存周期



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

## 货币政策

2025 年货币政策将保持紧缩性，美联储将采取渐进式降息策略。预计联邦基金利率将从当前的 4.5%-4.75% 降至 2024 年底的 4.25%-4.5%、2025 年底的 3.75%-4.0% 和 2026 年底的 3.25%-3.5%。基准情景下，我们预计美联储将在今年 12 月、明年 3 月和 9 月各降息 25 个基点。此外，当前每月 250 亿美元的国债和长期债券缩表计划可能在 2025 年第三季度结束，因为银行准备金将从目前的过度充裕降至届时的合理水平。2025 年约有 6.7 万亿美元到期国债需要再融资，美联储需要保持充足流动性以防止货币市场发生混乱。

当前货币政策处于紧缩状态，政策利率明显高于中性利率。名义 GDP 增速作为合宜政策利率水平之锚，明年将适度下降。通胀可能进一步趋近 2% 目标，劳动力市场或将逐步放缓。因此，美联储可能进一步降息。然而，由于经济仍有韧性，特朗普政策可能增加中期通胀不确定性，美联储将采取渐进降息方式。美联储强调其决策将高度依赖数据，将在评估通胀和就业等经济指标后决定降息节奏和幅度。这意味着尽管降息可期，但具体时间和频率取决于后续经济数据。

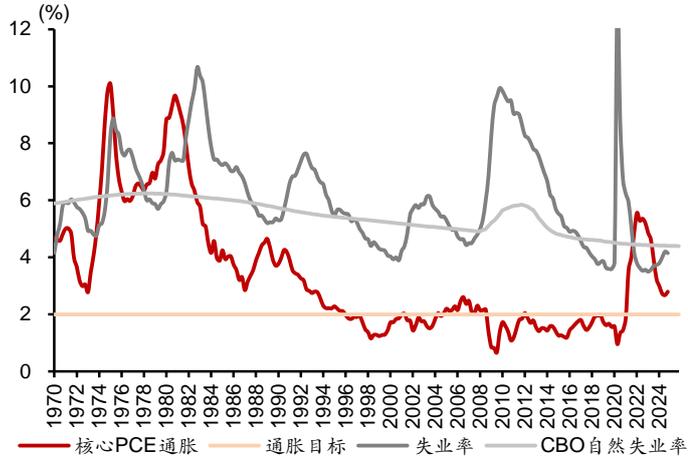
政策利率终端水平取决于经济状态和中性利率水平。在经济不冷不热状态下，政策利率应接近中性利率。中性利率取决于潜在经济增速和通胀中枢的变化。近年来潜在经济增速和通胀中枢均有所上升，中性利率可能高于过去水平。据国会预算办公室（CBO）估计，潜在 GDP 增速将从 2015-2017 年平均 1.85% 升至 2024-2026 年平均 2.1%，主要是因为劳动生产率的提高、企业投资规模增加和 AI 技术革命等因素。同时，2024-2026 年 PCE 和核心 PCE 通胀年均可能分别达到 2.2% 和 2.4%，明显高于疫情前 10 年平均水平。我们预计中性利率水平可能已升至 3%-3.5%，高于疫情前美联储估计的 2.5%-3%。

近年来，美国经济明显过热，年均 GDP 增速大幅超过潜在增速。经济过热主要因为财政赤字率居高、家庭储蓄率过低和住宅与企业投资强劲。经济供需缺口和储蓄投资缺口扩大，贸易账户逆差增加，需要吸引更多境外资金流入进行融资，利率产生上升压力。如果要降低通胀和利率水平，就需要降低财政赤字率、提高家庭储蓄率和减少企业资本支出，实现供需再平衡。但无论是降低财政赤字率，还是提高家庭储蓄率，亦或减少企业资本支出，都意味着美国需求收缩，将给全球经济带来下行风险。

2025 年长期国债收益率可能小幅下降。预计 10 年国债收益率从 2024 年底的 4.2% 降至 2025 年底的 4% 和 2026 年底的 3.7%。长期国债收益率反映市场对未来经济增长和通胀前景的预期。名义 GDP 增速包含实际经济增长和通胀两个变量，长期国债收益率与名义 GDP 增速趋势密切相关。预计名义 GDP 增速将从 2024 年的 5.1% 放缓至 2025 年的 4.5% 和 2026 年的 4.1%。因此，未来两年长期国债收益率可能有所下降。

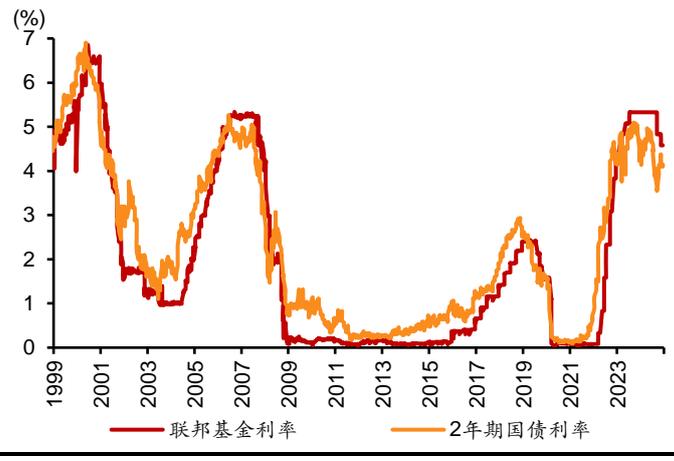
2025 年美元指数可能先强后弱。预计美元指数将从 2024 年底的 105.5 降至 2025 年底的 104.5，并在 2026 年底进一步降至 102。美元指数的走势主要受美国经济相对强弱和市场风险偏好变化的影响。欧元/美元汇率占美元指数权重近 60%，对美元指数走势具有决定性影响。特朗普政策倾向于提振美国经济而打击非美经济，扩大美国与其他地区经济增速差和利差。在全球市场“特朗普交易”推动下，美欧利差有所扩大，2025 年上半年美元或依然偏强。但 2025 年下半年，美国经济放缓可能更加明显，美欧经济增速差可能缩小，美元指数目前超调状态可能逆转而有所回落。此外，日本央行进一步加息将使美日利差缩小，推动美元指数小幅回落。但美元很难大幅走弱，特朗普贸易政策不确定性及其维护美元国际货币地位的坚定承诺，可能抵消推动美元走弱的因素的作用。

图 49: 美联储双重使命完成情况



资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 50: 联邦基金利率和 2 年期国债收益率



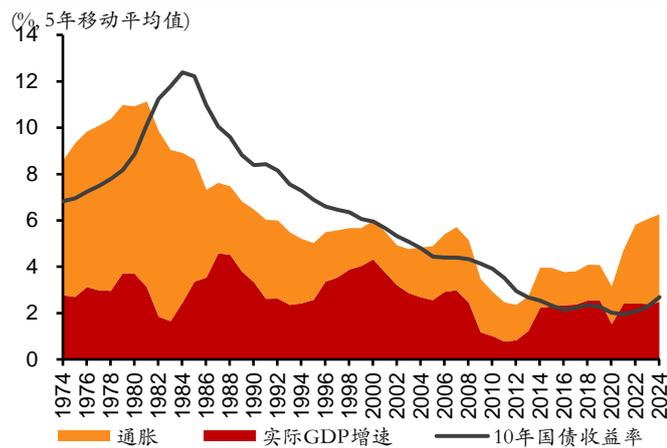
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 51: 泰勒法则测算的合宜政策利率

| (%)  | 中性实际利率 | 自然失业率 | 基准情景 |      |        | 乐观情景 |      |        | 悲观情景 |      |        |
|------|--------|-------|------|------|--------|------|------|--------|------|------|--------|
|      |        |       | 核心通胀 | 失业率  | 政策利率目标 | 核心通胀 | 失业率  | 政策利率目标 | 核心通胀 | 失业率  | 政策利率目标 |
| 4Q23 | 1.50   | 4.20  | 3.20 | 3.70 | 5.80   | 3.20 | 3.70 | 5.80   | 3.20 | 3.70 | 5.80   |
| 1H24 | 1.50   | 4.20  | 2.80 | 3.90 | 5.00   | 2.80 | 3.90 | 5.00   | 2.80 | 3.90 | 5.00   |
| 2H24 | 1.50   | 4.20  | 2.60 | 4.20 | 4.40   | 2.70 | 4.00 | 4.75   | 2.50 | 4.40 | 4.05   |
| 2025 | 1.50   | 4.20  | 2.30 | 4.30 | 3.85   | 2.40 | 4.10 | 4.20   | 2.20 | 4.50 | 3.50   |

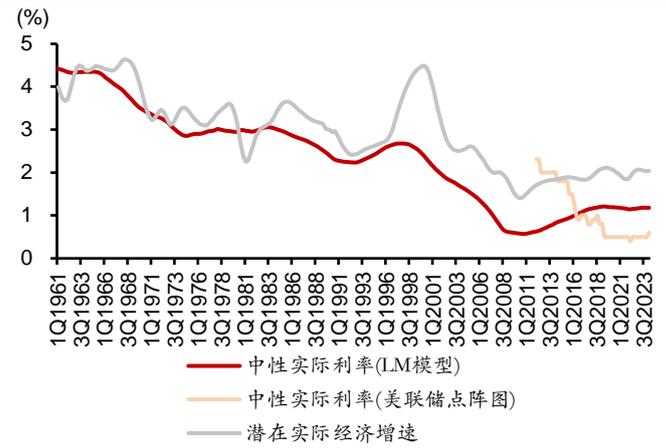
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 52: 通胀、实际 GDP 增速和 10 年国债收益率



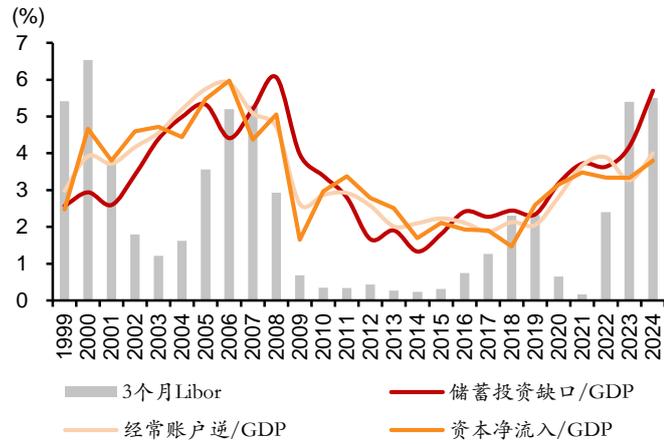
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 53: 中性实际利率 (R\*)



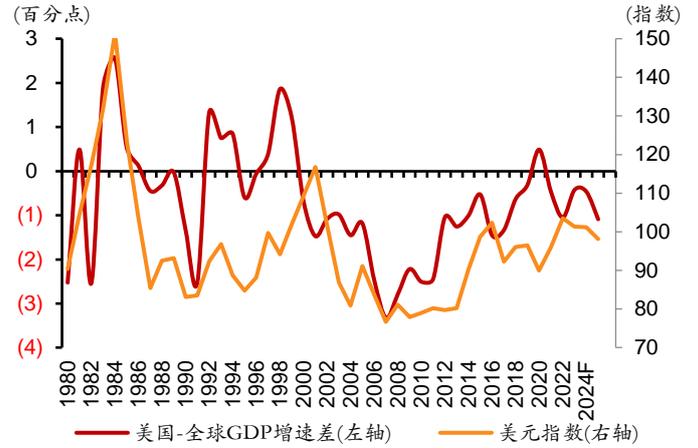
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 54: 储蓄投资缺口、经常账户逆差和资本净流入



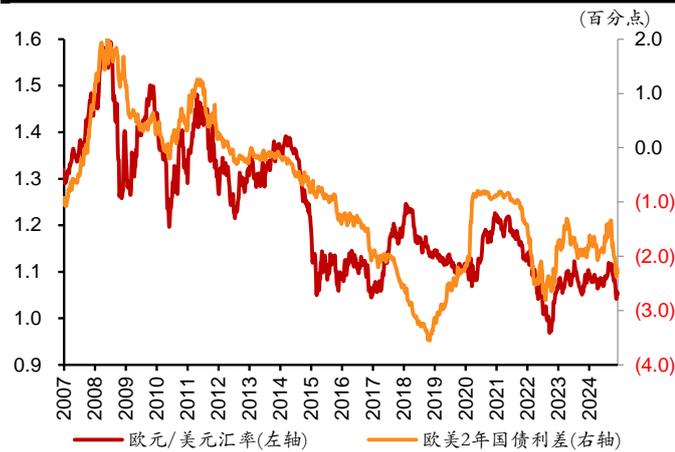
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 55: 美国与全球 GDP 增速差和美元指数



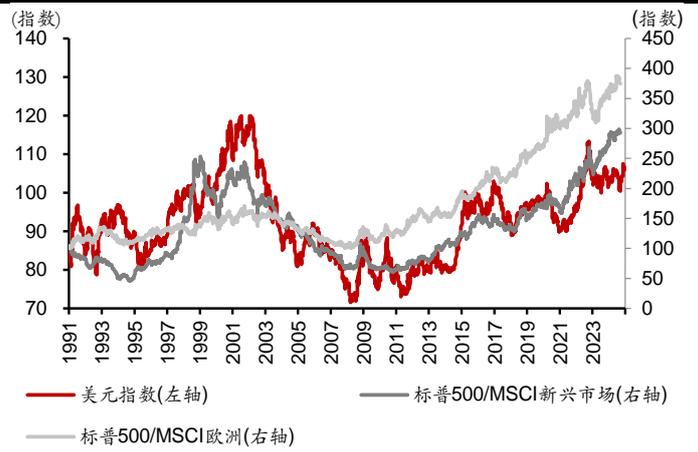
资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 56: 欧元/美元汇率和 2 年国债利差



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

图 57: 美元指数和美股相对表现



资料来源：彭博，Wind，招银国际环球市场

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

|     |                                |
|-----|--------------------------------|
| 买入  | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%       |
| 持有  | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出  | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%       |
| 未评级 | : 招银国际证券并未给予投资评级               |

### 招银国际环球市场行业投资评级

|      |                           |
|------|---------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标   |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若  |
| 落后大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标 |

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。