



美国经济成色究竟如何？

2025 年 08 月 06 日

➤ **关税给今年的宏观研究添了很多麻烦，这让“美国经济真的能完全摆脱关税和高利率的影响平稳‘着陆’？”这个困扰了大家多年的问题更加难以回答。**

➤ 从美国二季度 GDP 中我们可以窥探到部分答案，面对超预期回升的经济增速，市场的反应并未如预想的一致乐观，这里面的原因除了有非农数据的“当头一棒”，也有经济减速换挡的蛛丝马迹。细究结构来看，这份数据体现了贸易“噪音”下的虚假“繁荣”，而非经济动能的真实体现。进口骤降与库存调整的短期效应掩盖了内需疲软、投资放缓和通胀压力积压等诸多结构性矛盾。当前来看，美国国内经济需求已经难言乐观，消费和投资都存在明显退坡的风险。

➤ **通过二季度 GDP 数据，我们来剖析下这幅“虚实交织”的美国经济图景：**

➤ **外需方面，二季度进口回落对 GDP 的贡献超过了 GDP 增速本身，扣除进口后 GDP 环比折年率仅为-2.2%。**特朗普关税政策导致企业反复调整库存和进口策略，形成“一季度抢进口、二季度去库存”的异常波动。有意思的是七月港口又再次繁忙起来，因为相比 8 月 1 日后最低 15% 的关税水平，暂缓阶段被征收约 10% 对等关税的货物在价格上都显得有吸引力。

➤ **内需方面，美国经济增长可能并不如表面上的“光鲜亮丽”。虽然二季度消费支出存在正增长，但从增长中枢来看，今年以来消费支出对 GDP 的拉动已经明显“下台阶”，这其中受到消费者信心低迷、收入下行、财富效应减弱等影响。结构上，商品消费改善明显，尤其是以汽车为主的耐用品消费（除了关税，这中间也有电车停补贴钱抢购的原因），而服务业消费偏缓慢。**

➤ **相比消费，投资端面临的风险可能更为严峻。**二季度国内私人投资环比折年率骤降，近 20 年来仅次于金融危机和疫情期间。当然其中有库存回落的影响，但如果我们只考虑非住宅投资中的建筑分项，其同样面临巨大回撤（环比折年率降至-10.3%）。

➤ **这进一步印证了我们在报告《二季度美国的流动性挑战》中的观点，企业投资放缓的核心原因在于其面临的债务置换压力。**由于美国多数企业在 2020 年 Q2-2022 年 Q1 发了大量低利率债，现在这些债务逐步到期（2025~2027 年）。但由于当前高利率的影响，企业要么选择不再续借，要么被迫用更高利率发债，不得不承受较高的融资成本，这对投资意愿会有明显抑制作用。根据地区联储调查，当前制造业企业未来资本开支预期中枢已经明显下行。

➤ **最后，地产投资也是当前经济复苏的核心拖累因素之一。**高利率环境持续抑制居民购房需求，融资成本高企叠加成屋库存积压，进一步压制地产商补库与投资意愿。而如此高的利率只是小幅的降息其实对所谓“利率敏感”性行业的刺激预计着实有限。

➤ **展望三季度，我们认为经济下行的风险在加大。**如果剔除进口和库存两项来看，近两个季度 GDP 环比折年率的均值仅维持在 1.3% 附近，相较于去年 3% 以上的增长中枢已经明显下移。我们倾向于认为，因为货币和财政明显乏力，三季度以后，经济下行的风险将会继续累积，这也意味着 1.3% 左右的经济增速可能已经是后续经济增长的上限了。

➤ **风险提示：**特朗普政策过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓；地缘政治风险升温导致资产价格波动加大。



分析师 陶川

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师 林彦

执业证书：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

研究助理 武朔

执业证书：S0100125070003

邮箱：wushuo@mszq.com

相关研究

1. 海外市场追踪：非农骤降的市场信号-2025/08/02

2. 2025 年 7 月 PMI 点评：7 月 PMI 的不寻常-2025/07/31

3. 2025 年 7 月政治局会议点评：政治局会议的破题信号-2025/07/30

4. 美联储政策观察：7 月议息：看点是联储内部分歧-2025/07/30

5. 美国经济研究：捉摸不透的需求（一）：“外强中干”的美国消费？-2025/07/27

目录

1 二季度经济增长：进口退坡下的复苏“幻觉”	3
2 展望三季度：美国经济增长难言乐观	10
3 风险提示	12
插图目录	13

关税给今年的宏观研究添了很多麻烦，这让“美国经济真的能完全摆脱关税和高利率的影响平稳‘着陆’？”这个困扰了大家多年的问题更加难以回答。

美国二季度的经济数据和数家科技巨头的公司的财报看似光鲜，却掩盖了这背后“狭窄的繁荣”和“广谱的放缓”的巨大矛盾。究竟少数群体的资本盛宴能否“涓滴”到更多群体上，还是说这种收益的获取在某种程度上就是以多数群体的利益为代价换来的。

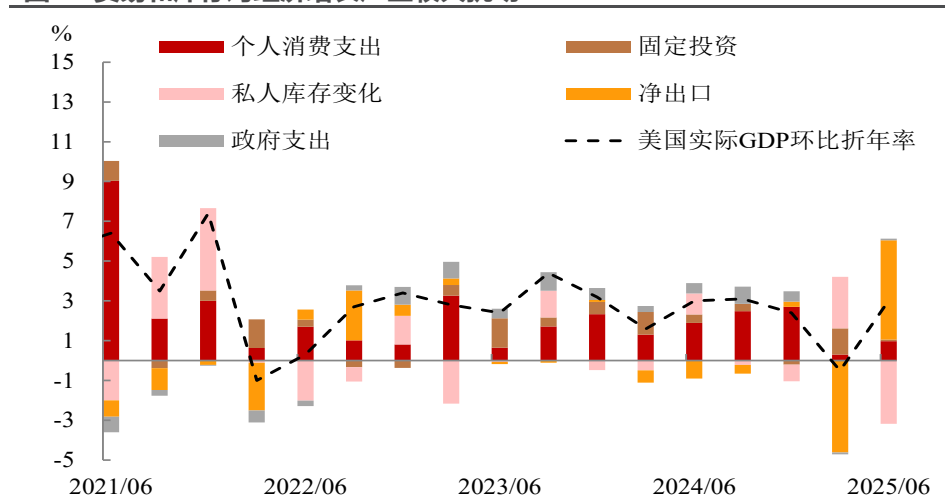
从美国二季度 GDP 中我们可以窥探到部分答案，面对超预期回升的经济增速，市场的反应并未如预想的一致乐观，这里面的原因除了有非农数据的“当头一棒”，也有经济减速换挡的蛛丝马迹。细究结构来看，这份数据体现了贸易“噪音”下的虚假“繁荣”，而非经济动能的真实体现。进口骤降与库存调整的短期效应掩盖了内需疲软、投资放缓和通胀压力积压等诸多结构性矛盾。当前来看，美国国内经济需求已经难言乐观，消费和投资都存在明显退坡的风险。

1 二季度经济增长：进口退坡下的复苏“幻觉”

通过二季度 GDP 数据，我们来尝试剖析下这幅“虚实交织”的美国经济图景：

外需方面，二季度进口回落对 GDP 的贡献超过了 GDP 增速本身，扣除进口后 GDP 环比折年率仅为-2.2%。特朗普关税政策导致企业反复调整库存和进口策略，形成“一季度抢进口、二季度去库存”的异常波动。有意思的是七月港口又再次繁忙起来，因为相比 8 月 1 日后最低 15% 的关税水平，暂缓阶段被征收约 10% 对等关税的货物在价格上都显得有吸引力。**二季度美国进口环比折年率骤降 30.3%，对 GDP 的贡献从 Q1 的-4.7 个百分点逆转为 Q2 的+5.2 个百分点，波动的幅度远大于 GDP 本身波动的幅度，说这是一份进出口数据的成绩单也不为过。**

图1：贸易和库存对经济增长产生较大扰动



资料来源：ifind，民生证券研究院

内需方面，美国经济增长可能并不如表面上的“光鲜亮丽”。

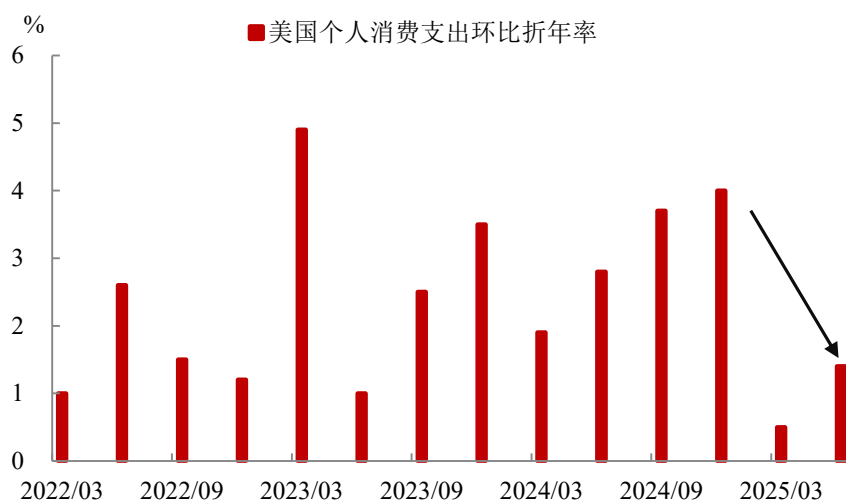
图2：美国 GDP 数据一览

美国实际GDP增速一览										
	环比折年率 (%)					对GDP环比折年率的贡献 (%)				
	2025-06	2025-03	2024-12	2024-09	2024-06	2025-06	2025-03	2024-12	2024-09	2024-06
实际GDP	3.0	-0.5	2.4	3.1	3.0	3.0	-0.5	2.4	3.1	3.0
个人消费支出	1.4	0.5	4.0	3.7	2.8	1.0	0.3	2.7	2.5	1.9
商品	2.2	0.1	6.2	5.6	3.0	0.5	0.0	1.3	1.2	0.6
耐用品	3.7	-3.7	12.4	7.6	5.5	0.3	-0.3	0.9	0.5	0.4
非耐用品	1.3	2.1	3.1	4.6	1.7	0.2	0.3	0.4	0.6	0.2
服务	1.1	0.6	3.0	2.8	2.7	0.5	0.3	1.4	1.3	1.3
国内私人投资	-15.6	23.8	-5.6	0.8	8.3	-3.1	3.9	-1.0	0.2	1.5
固定资产投资	0.4	7.6	-1.1	2.1	2.3	0.1	1.3	-0.2	0.4	0.4
非住宅	1.9	10.3	-3.0	4.0	3.9	0.3	1.4	-0.4	0.6	0.5
建筑	-10.3	-2.4	2.9	-5.0	0.2	-0.3	-0.1	0.1	-0.2	0.0
设备和器械	4.8	23.7	-8.7	10.8	9.8	0.3	1.1	-0.5	0.5	0.5
知识产权产品	6.4	6.0	-0.5	3.1	0.7	0.3	0.3	0.0	0.2	0.0
住宅	-4.6	-1.3	5.5	-4.3	-2.8	-0.2	-0.1	0.2	-0.2	-0.1
私人库存变化	--	--	--	--	--	-3.2	2.6	-0.8	-0.2	1.1
出口	-1.8	0.4	-0.2	9.6	1.0	-0.2	0.0	0.0	1.0	0.1
商品	-5.0	6.5	-4.6	10.3	0.9	-0.4	0.4	-0.3	0.7	0.1
服务	4.4	-9.7	8.5	8.4	1.2	0.2	-0.4	0.3	0.3	0.1
进口	-30.3	37.9	-1.9	10.7	7.6	5.2	-4.7	0.3	-1.4	-1.0
商品	-35.3	51.6	-4.9	10.7	8.4	5.0	-4.8	0.6	-1.1	-0.9
服务	-5.4	-6.3	10.9	11.0	4.3	0.2	0.2	-0.3	-0.3	-0.1
政府支出	0.4	-0.6	3.1	5.1	3.1	0.1	-0.1	0.5	0.9	0.5
联邦政府	-3.7	-4.6	4.0	8.9	4.3	-0.2	-0.3	0.3	0.6	0.3
国防	2.2	-7.1	4.8	13.9	6.4	0.1	-0.3	0.2	0.5	0.2
非国防	-11.2	-1.2	2.9	2.6	1.5	-0.3	0.0	0.1	0.1	0.0
州和地方政府	3.0	2.0	2.5	2.9	2.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3

资料来源：ifind，民生证券研究院

虽然二季度消费支出存在正增长，但从增长中枢来看，今年以来消费支出对GDP的拉动已经明显“下台阶”，这其中受到多方面因素的影响：

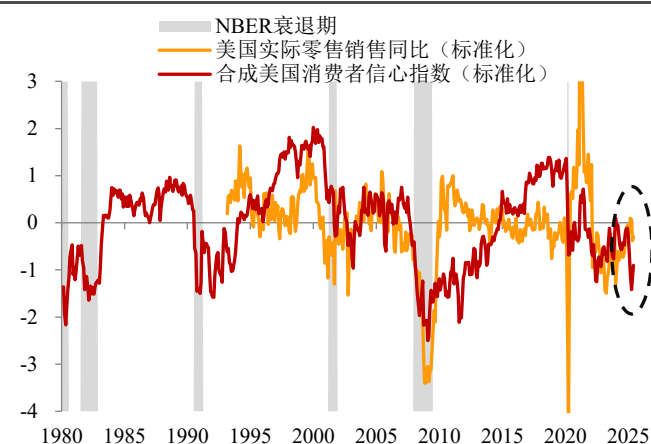
图3：美国个人消费支出增速下“台阶”



资料来源：ifind，民生证券研究院

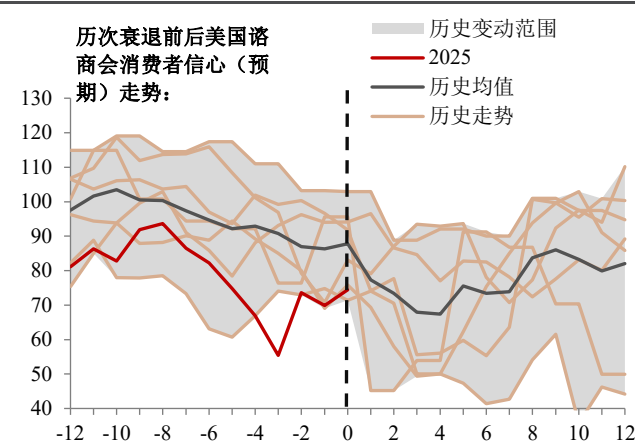
在关税“阴霾”下，消费者情绪进入前所未有的冰点。无论是密歇根还是咨商会消费者信心指数均大幅走弱，作为美国经济的“晴雨表”，这种低水平的读数往往伴随着经济的明显放缓和衰退。而居民消费能力也受到明显制约，疫情以来的超额储蓄消耗完毕，股市剧烈波动使得资产端财富效应预期有所收敛，家庭债务拖欠率也在上升，更重要的是，与消费最直接的变量，实际收入/薪资增长呈现下行趋势，正逐步蚕食居民的消费活力，当前美国消费的下行风险可能已经愈发严峻。

图4：消费者信心持续低迷



资料来源：ifind，民生证券研究院

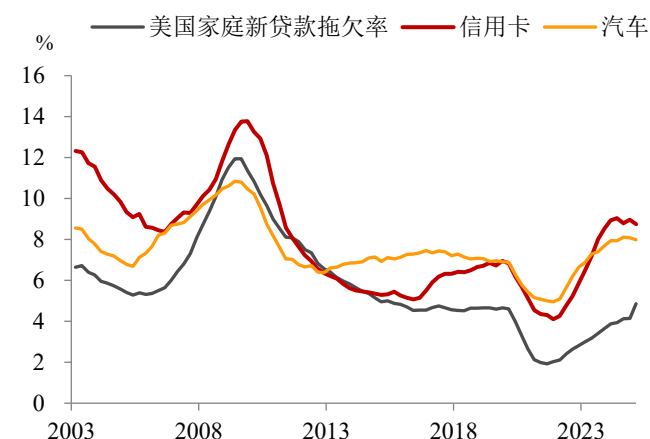
图5：消费者信心下降往往伴随经济放缓或衰退



资料来源：ifind，民生证券研究院

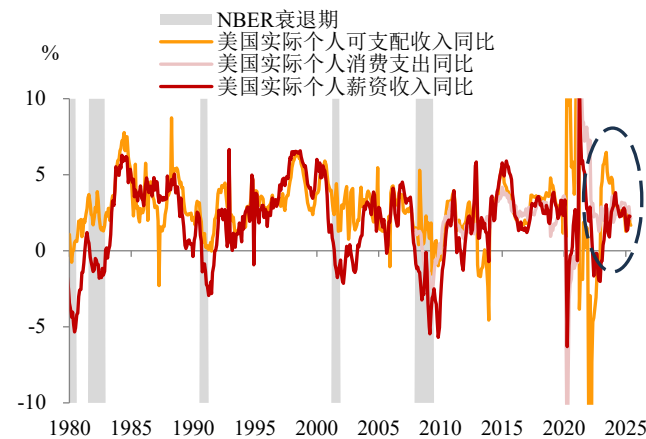
注：历史区间分别为 1969、1973、1980、1981、1990、2001、2007 年；0 时刻为 NBER 开始衰退的月份，本轮假设 2025 年为 7 月为 0 时刻。

图6：美国家庭贷款拖欠率高



资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：居民实际薪资收入进入下行通道



资料来源：ifind，民生证券研究院

结构上，商品消费改善明显，尤其是以汽车为主的耐用品消费（除了关税，这中间也有电车停补贴钱抢购的原因），而服务业消费偏缓慢。这也印证了我们在《捉摸不透的需求（一）：“外强中干”的美国消费？》中的观点，上半年商品明显在“抢”，关税影响下企业居民存在一定的抢库存和抢消费的情况，进而带动了商品消费的回升；而服务更多在“等”，面对不确定性的政策环境下，居民暂时选择减少出行旅游等服务消费。

图8：二季度商品端“抢”消费更明显

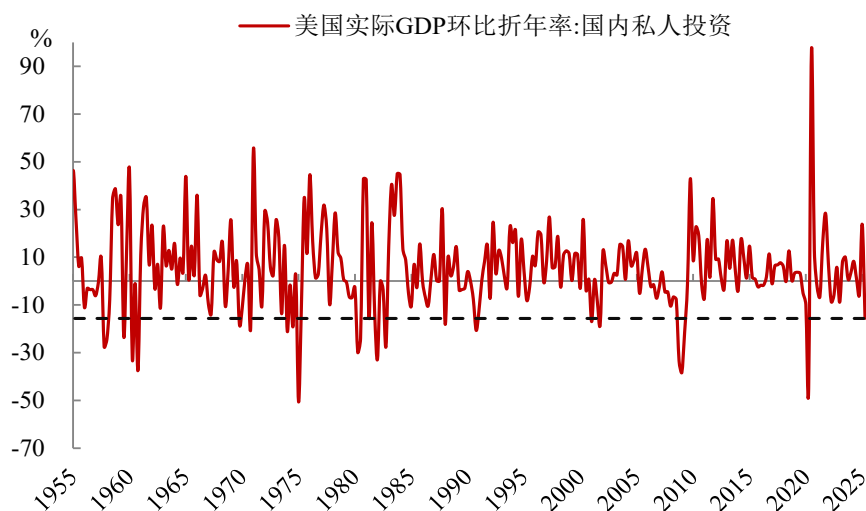


资料来源：ifind，民生证券研究院

相比消费，投资端面临的风险可能更为严峻。二季度国内私人投资环比折年率骤降至-15.6%（对GDP拖累3.1个百分点），近20年来仅次于金融危机和疫情期间。当然其中有库存回落的影响，但如果我们只考虑非住宅投资中的建筑分项，

其同样面临巨大回撤（环比折年率降至-10.3%），带动非住宅投资环比折年率下降至1.9%。

图9：美国国内私人投资下降至阶段低点



资料来源：ifind，民生证券研究院

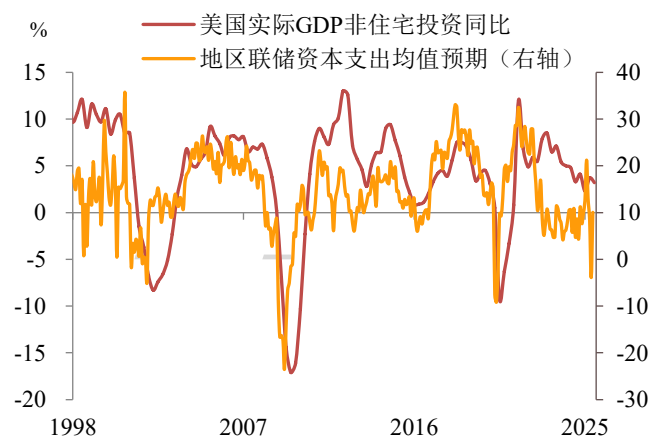
这进一步印证了我们在报告《二季度美国的流动性挑战》中的观点，企业投资放缓的核心原因在于其面临的债务置换压力。由于美国多数企业在2020年Q2-2022年Q1发了大量低利率债，现在这些债务逐步到期（2025~2027年）。但由于当前高利率的影响，企业要么选择不再续借，要么被迫用更高利率发债，不得不承受较高的融资成本，这对投资意愿会有明显抑制作用。根据地区联储调查，当前制造业企业未来资本开支预期中枢已经明显下行。

图10：美国企业债将在2025-2027集中到期



资料来源：彭博，民生证券研究院

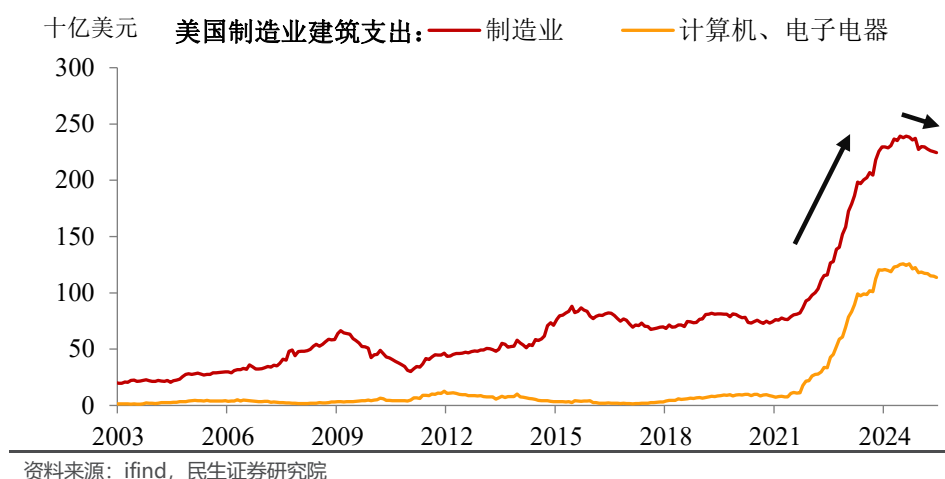
图11：地方联储资本开支预期中枢下移



资料来源：ifind，民生证券研究院

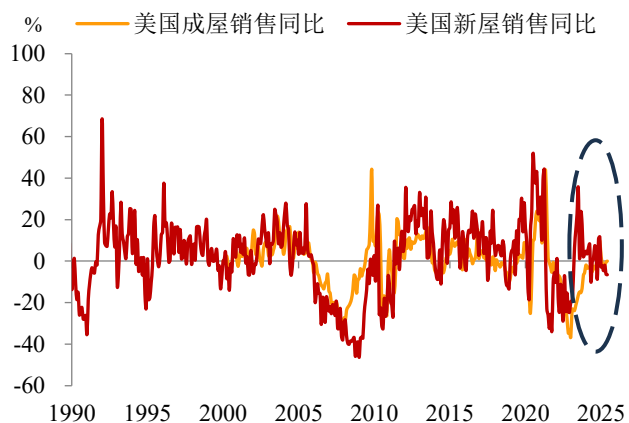
此外，政策更替下，美国的制造业回流似乎也停下了脚步。拜登的三大法案虽然吸引了国内前所未有的投资热潮，但执行进展颇有不顺，根据《金融时报》调查，法案相关的过亿美元项目总投资 2279 亿美元（共 114 个），但其中总投资约 840 亿美元的项目进度至少滞后两个月乃至数年，甚至无限停摆，包括台积电等投资项目均大幅延后。而特朗普上台后，随即结束拜登政府“绿色新政”，取消新能源相关补贴，并一度要求废除《芯片法案》，这使得企业面临的未来投资不确定性大幅上升。今年以来美国制造业建筑支出也在历经 2 年的持续上升后开始见顶回落。

图12：美国制造业建筑支出开始回落



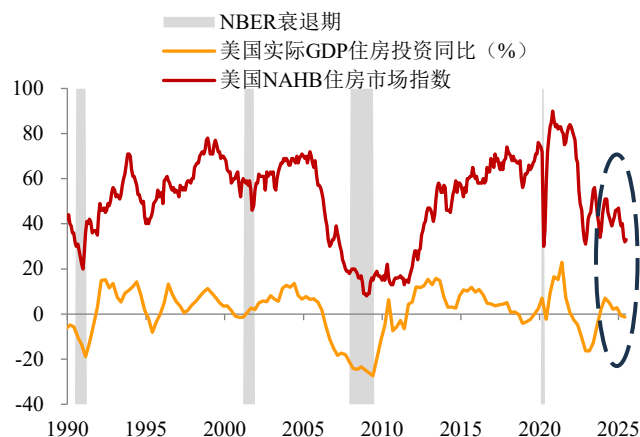
最后，地产投资也是当前经济复苏的核心拖累因素之一。高利率环境持续抑制居民购房需求，密歇根大学消费者调查显示，认为当前是购房理想时机的受访者比例已跌至历史最低，其中利率高是主因。融资成本高企叠加成屋库存积压，进一步压制地产商补库与投资意愿，二季度住宅投资环比折年率跌幅扩大至-4.6%，对 GDP 形成 0.2 个百分点的直接拖累。而如此高的利率只是小幅的降息其实对所谓“利率敏感”性行业的刺激预计着实有限。

图13：房屋销售持续低迷



资料来源：ifind，民生证券研究院

图14：地产商投资信心不足

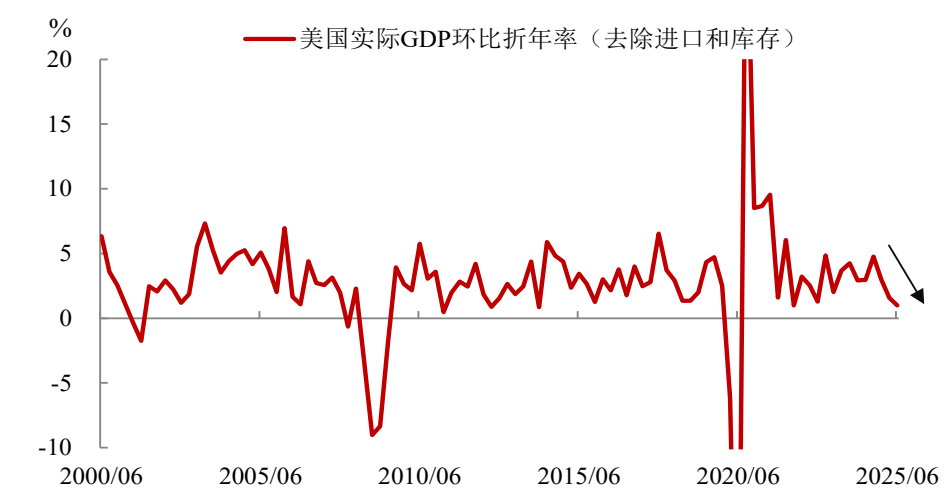


资料来源：ifind，民生证券研究院

2 展望三季度：美国经济增长难言乐观

展望三季度，我们认为经济下行的风险在加大。如果剔除进口和库存两项来看，近两个季度 GDP 环比折年率的均值仅维持在 1.3% 附近，相较于去年 3% 以上的增长中枢已经明显下移。我们倾向于认为，因为货币和财政明显乏力（Q2 联邦政府支出（非国防）环比折年率较去年 Q4 的 2.9% 骤降至 -11.2%），三季度以后，经济下行的风险将会继续累积，这也意味着 1.3% 左右的经济增速可能已经是后续经济增长的上限了。核心原因在于：

图15：去除进口和库存扰动后，美国 GDP 增速中枢下移



资料来源：ifind，民生证券研究院

随着贸易协议的签署和协议关税的落地，美国国内的关税不确定性已经大大减弱，后续外贸数据带来的数据扰动会逐渐减小（详见报告《7月议息：看点是联储内部分歧》）；

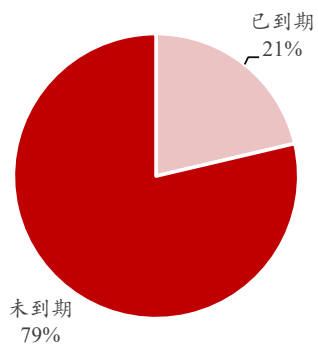
而国内需求预计将进一步放缓：

一方面，下半年需求端的透支偿还压力将会更加严峻，消费的边际回升恐难以持续，而在需求透支+库存偏高下，制造业将持续萎缩，这从7月制造业PMI的加快回落中已经可见一斑（详见报告《捉摸不透的需求（一）：“外强中干”的美国消费？》）；

另一方面，高利率下的债务置换压力对企业投资的影响预计将进一步显现，考虑到美联储最早也只能在9月开始降息，三季度美国企业投资预计仍不乐观（详见报告《二季度美国的流动性挑战》）。低利率时期发行的企业债还有近八成未偿还，金额高达三万五千多亿，债务置换的成本估计每年在700-1400亿（假设从目前的基准利率降息至2-4%）。

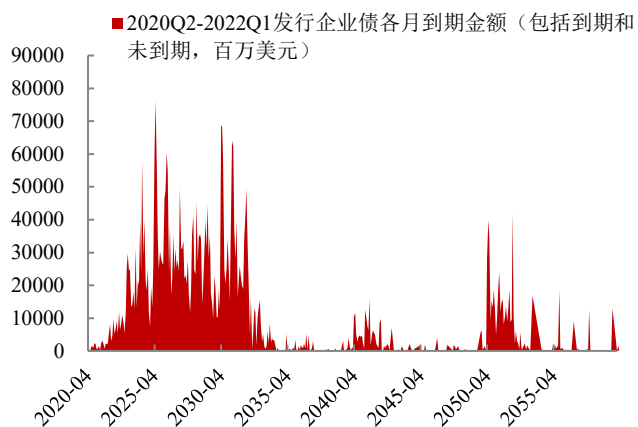
图16: 2020Q2-2022Q1 发行的公司债近 80%未到期

2020Q2-2022Q1发行企业债到期和未到期占比



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

图17: 2020Q2-2022Q1 发行公司债到期规模一览



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

3 风险提示

1) 特朗普政策过于激进导致美国经济陷入滞胀甚至衰退：关税大幅推高通胀、抑制需求的背景下，债务负担与货币紧缩的双重压力推升美国经济“滞胀螺旋”；若特朗普未能及时妥协或美联储转向不及时，经济有陷入衰退的风险。

2) 关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓：关税超预期扩散导致全球供应链风险明显上升，贸易和经济增长大幅放缓。

3) 地缘政治风险升温导致资产价格波动加大：俄乌、中东局势升温导致“黑天鹅”事件频发，避险情绪升温，资金外流，放大市场资产波动。

插图目录

图 1: 贸易和库存对经济增长产生较大扰动	3
图 2: 美国 GDP 数据一览	4
图 3: 美国个人消费支出增速下“台阶”	5
图 4: 消费者信心持续低迷	5
图 5: 消费者信心下降往往伴随经济放缓或衰退	5
图 6: 美国家庭贷款拖欠率高	6
图 7: 居民实际薪资收入进入下行通道	6
图 8: 二季度商品端“抢”消费更明显	6
图 9: 美国国内私人投资下降至阶段低点	7
图 10: 美国企业债将在 2025-2027 集中到期	7
图 11: 地方联储资本开支预期中枢下移	7
图 12: 美国制造业建筑支出开始回落	8
图 13: 房屋销售持续低迷	9
图 14: 地产商投资信心不足	9
图 15: 去除进口和库存扰动后, 美国 GDP 增速中枢下移	10
图 16: 2020Q2-2022Q1 发行的公司债近 80%未到期	11
图 17: 2020Q2-2022Q1 发行公司债到期规模一览	11

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048