

美国二季度经济点评：超预期的 GDP 与放缓的经济



杨见一 分析师
Email: yangjianyi@lczq.com
证书: S1320525050001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lczq.com
证书: S1320523020004

核心观点：

美国二季度实际 GDP 环比折年率 3%，高于预期 2.6%和前值-0.5%。美国二季度 GDP 超预期主要系一季度“抢进口”脉冲结束后，净出口对 GDP 的拖累转为拉动，环比折年贡献 4.99%，前值-4.61%。而与之对应的库存也由正转负，环比折年贡献-3.17%，前值 2.59。此外，二季度消费温和回升拉动 GDP，环比贡献 0.98%，前值 0.31%；企业投资下降，联邦政府支出低迷。与一季度平均后，美国上半年 GDP 平均增速仅有 1.2%，远低于 2024 年上半年平均 2.3%的折年增速。去除受关税扰动影响的分项和政府支出后，二季度美国经济增长显著放缓。反映经济动能的最终国内私人消费仅有 1.2%，较一季度的 1.9%进一步下降。

消费：二季度消费边际修复缓解增长压力，但较 2024 年明显退坡。消费环比折年增长 1.4%，前值 0.5%。按贡献率拆分，耐用品消费由-0.28%修复至 0.27%，服务消费由 0.30%上升至 0.53%，指向寒冷天气结束、居民消费预期边际好转，一季度受到抑制的部分消费动能得到释放。但是，二季度非耐用品消费下降（贡献 0.18%，前值 0.29%），对应 4-6 月关税政策落地后，进口依赖度较高的非耐用商品零售额回落。

投资：相较一季度，固定资产投资的支撑作用明显减弱。二季度私人投资整体增速为-3.09%，低于一季度的 3.9%。一季度 AI 浪潮下，企业信息处理设备投资和知识产权投资双双高增。二季度，尽管知识产权投资维持高速增长，贡献率由 0.32%小幅上升至 0.34%，但设备投资已大幅回落，对 GDP 贡献由 1.11%放缓至 0.26%。知识产权产品投资体现出 AI 应用领域，如软件和技术研发投资的相对韧性。相比之下，住宅、建筑及其他企业投资领域在高利率环境下持续承压。

贸易和库存：一季度“抢进口”的反转是二季度贸易和库存变化的主线。二季度进口下降幅度略小于一季度进口上升幅度，环比折年增长-30.3%，前值 37.9%；出口增速也随着关税落地而转负至-1.8%。二季度库存消耗略大于一季度库存累积，库存环比贡献率-3.17%，前值 2.59%。下半年关税压力持续，美国消费者或面临更多通胀压力。

政府支出：联邦财政持续放缓，地方财政有所修复，总体拉动 GDP。在特朗普政府裁员和缩减开支的背景下，二季度美国政府支出维持低位，贡献 0.08%，前值-0.1%。联邦政府方面，国防支出回正至 0.08%，前值-0.27%，非国防支出持续下降至-0.32%，前值-0.03%。州和地方政府消费

相关报告

7 月 PMI 数据点评：制造业 PMI 季节性下降，供需两侧均有待改善

2025.08.01

7 月 FOMC 会议：鲍威尔坚定观望立场

2025.07.31

价格型为锚，结构性为轴：中国货币政策新范式

2025.07.31

和投资上行至 0.32%，前值 0.21%。

综合来看，二季度经济增长更多依赖贸易波动放缓，消费、投资与政府支出表现偏弱。数据公布后，美股上涨，但美联储主席鲍威尔表态打击市场降息信心，三大股指涨跌不一，而当天美债收益率上行、美元上行。下阶段，特朗普关税缓和预期不强，美联储降息预期延后，预计三季度美国消费、投资将持续承压。同时，大而美法案落地后美国政府债务压力上行，下半年财政扩张动力不足。贸易方面，贸易活动“均值回归”后经济数据同样面临下行压力。三季度是美国经济风险验证的关键时期。一方面，关税影响显现后通胀上行压力和劳动力市场变化影响美联储降息，另一方面，美国消费、投资能否在政策趋稳的情况下有所修复，是美国经济“稳住”的关键。预计三季度美国经济维持弱势的风险仍强，需要持续关注。

风险提示：特朗普政策超预期；美国经济下行超预期；美联储货币政策超预期。

目 录

1. 美国二季度 GDP 超预期，但经济动能持续放缓	5
2. 风险提示	11

图表目录

图 1	二季度美国 GDP 分项环比贡献率 (%)	6
图 2	美国二季度 PCE 价格指数环比上升 (%)	6
图 3	美国二季度 PCE 价格指数月度同环比变化 (%)	6
图 4	美国二季度个人消费支出分项贡献率 (%)	7
图 5	美国零售分项同比贡献率拆分 (%)	7
图 6	领先指标红皮书指数显示美国消费维持增速 (%)	7
图 7	美国私人投资分项贡献率拆分 (%)	7
图 8	住宅投资分项贡献率 (%)	8
图 9	非住宅建筑投资分项贡献率 (%)	8
图 10	设备器械投资分项贡献率 (%)	8
图 11	知识产权投资分享贡献率 (%)	8
图 12	美国新屋、成屋销售额同比及房贷利率 (%)	8
图 13	美国上中下游库存水平同比 (%)	9
图 14	美国进出口分项拆分 (%)	9
图 15	美国政府支出和投资分项拆分 (%)	9
图 16	关税政策下, 美国消费者通胀预期大幅增加	10
图 17	关税政策预期下, 美国消费者信心大幅下降	10
图 18	美国 GDP 分项环比折年增长率 (% , 季调)	10
图 19	美国实际私人国内最终消费及预测值 (%)	10

1. 美国二季度 GDP 超预期，但经济动能持续放缓

美国二季度实际 GDP 环比折年率 3%，高于预期的 2.6%和前值的-0.5%。美国二季度 GDP 超预期主要系一季度“抢进口”脉冲结束后，净出口对 GDP 的拖累转为拉动，环比折年贡献 4.99%，前值-4.61%。而与之对应的库存也由正转负，环比折年贡献-3.17%，前值 2.59。此外，二季度消费温和回升拉动 GDP，环比贡献 0.98%，前值 0.31%；企业投资下降，联邦政府支出低迷。与一季度平均后，美国上半年 GDP 平均增速仅有 1.2%，远低于 2024 年上半年平均 2.3%的折年增速。去除受关税扰动影响的分项和政府支出后，二季度美国经济增长显著放缓。

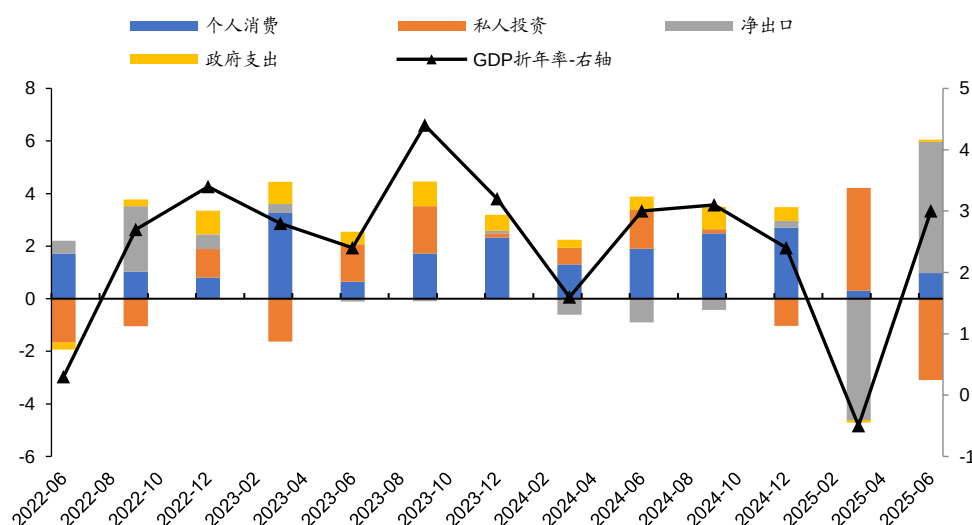
二季度 GDP 拉动项中，净出口、消费、政府支出分别贡献 4.99%、0.98%和 0.08%。固定资产投资明显退坡，环比贡献 0.08%，前值 1.31%。库存变化则拖累 GDP-3.17%，前值 2.59%。反映经济动能的最终国内私人消费仅有 1.2%，较一季度的 1.9%进一步下降。显示美国经济仍在逐步降温。具体来看，

1. **消费：二季度消费边际修复缓解了增长压力，但较 2024 年明显退坡。**消费环比折年增长 1.4%，前值 0.5%；按贡献率拆分，二季度耐用品消费由-0.28%修复至 0.27%，服务类消费由 0.30%上升至 0.53%，指向寒冷天气结束、居民消费预期边际好转，一季度受到抑制的部分消费动能得到释放。但是，二季度非耐用品消费下降（贡献 0.18%，前值 0.29%），对应 4-6 月关税政策落地后，进口依赖度较高的非耐用商品零售额回落。与 2024 年相比，美国消费显著转弱。
2. **投资：相较一季度，固定资产投资的支撑作用明显减弱。**二季度私人投资整体增速为-3.09%，低于一季度的 3.9%。一季度 AI 浪潮下，企业信息处理设备投资和知识产权投资双双高增。二季度，尽管知识产权投资维持高速增长，贡献率由 0.32%小幅上升至 0.34%，但设备投资已大幅回落，对 GDP 贡献由 1.11%放缓至 0.26%。知识产权产品投资体现出 AI 应用领域如软件和技术研发投入相对具有韧性。相比之下，住宅、建筑及其他企业投资领域在高利率环境下持续承压。建筑投资贡献由-0.07%进一步降至-0.33%，住宅则由-0.05%降至-0.19%，延续此前的疲弱态势。
3. **贸易和库存：一季度“抢进口”的反转是二季度贸易和库存变化的主线。**二季度进口下降幅度略小于一季度进口上升幅度，环比折年增长-30.3%，前值 37.9%；出口增速也随着关税落地而转负至-1.8%。二季度库存消耗略大于一季度库存累积，库存环比贡献率-3.17%，前值 2.59%。从目前关税谈判进展及特朗普表态判断，下半年关税压力大概率持续，美国商家库存耗尽后将不得不将关税成本压力转嫁到下游，美国消费者或面临更多的通胀压力。
4. **政府支出：联邦政府支出持续放缓，地方财政有所修复，总体拉动 GDP。**在特朗普政府裁员和缩减开支的背景下，二季度美国政府支出维持低位，贡献 0.08%，前值-0.1%。联邦政府方面，国防支出回正至 0.08%，前值-0.27%，非国防支出持续下降至-0.32%，前值-0.03%。州和地方政府消费和投资上行至 0.32%，前值 0.21%。

综合来看，二季度经济增长更多依赖贸易波动放缓，消费、投资与政府支出表现偏弱。数据公布后，美股上涨，但美联储主席鲍威尔表态打击市场降息信心，三大股指涨跌不一；当天美债收益率上行、美元上行。下阶段，特朗普关税缓和预期不强，且美联储降息预期延后，预计三季度美国消费、投资将持续承压。同时，大而美法案落地后美国政府债务压力上行，下半年财政扩张动力不足，较难拉动经济。贸易方面，尽管关税不确定性下降将降低净出口与库存波动给美国经济数据带来的扭曲，但贸易活动“均值回归”后经济数据同样面临下行压力。因此，我们认为三季度是美国经济风险验证的关键时期。一方面，关税影响显现后的通胀上行压力和劳动力市场变化将影响美联储降息

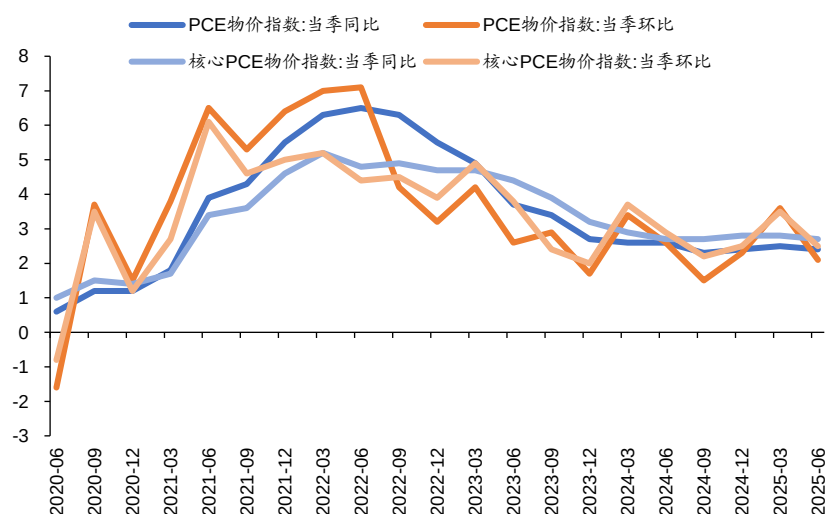
预期，另一方面，美国消费、投资预期能否在政策趋稳的情况下有所修复是美国经济能否“稳住”的关键。我们预计，三季度美国经济将面临更为直接的关税传导考验，预计美国经济维持弱势的风险仍强，需要持续关注。

图1 二季度美国 GDP 分项环比贡献率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图2 美国二季度 PCE 价格指数环比上升 (%)



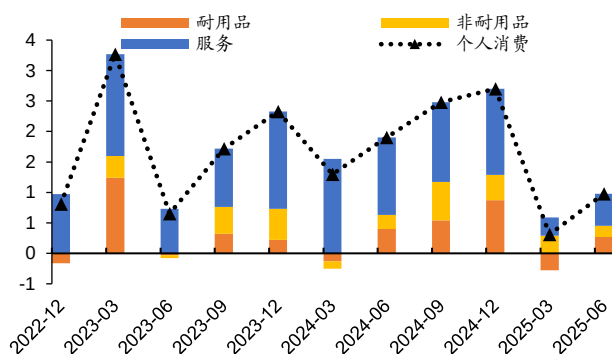
资料来源：FRED，联储证券研究院

图3 美国二季度 PCE 价格指数月度同环比变化 (%)

项目	环比趋势	环比 (%，SA)			同比趋势	同比 (%，NSA)		
		6月	5月	4月		6月	5月	4月
PCE		0.3	0.2	0.2		2.6	2.4	2.2
商品		0.4	0.1	0.1		0.6	0.1	-0.4
耐用品		0.5	0.0	0.5		0.9	0.5	-0.3
非耐用品		0.4	0.1	-0.1		0.5	-0.1	-0.4
服务		0.3	0.2	0.2		3.5	3.5	3.5
核心PCE		0.2	0.2	0.2		2.8	2.8	2.6
食品		0.3	0.2	-0.3		2.2	2.0	1.9
能源		0.9	-1.0	0.5		-1.6	-4.5	-5.6

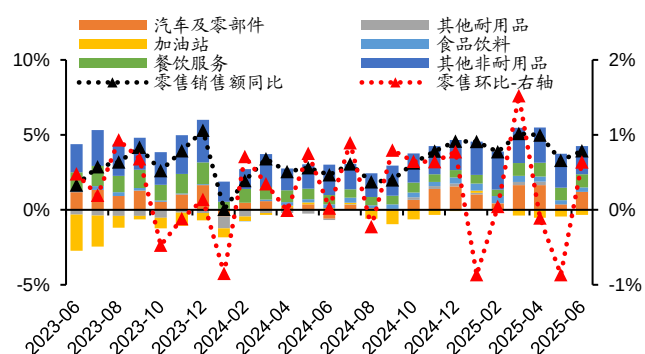
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图4 美国二季度个人消费支出分项贡献率 (%)



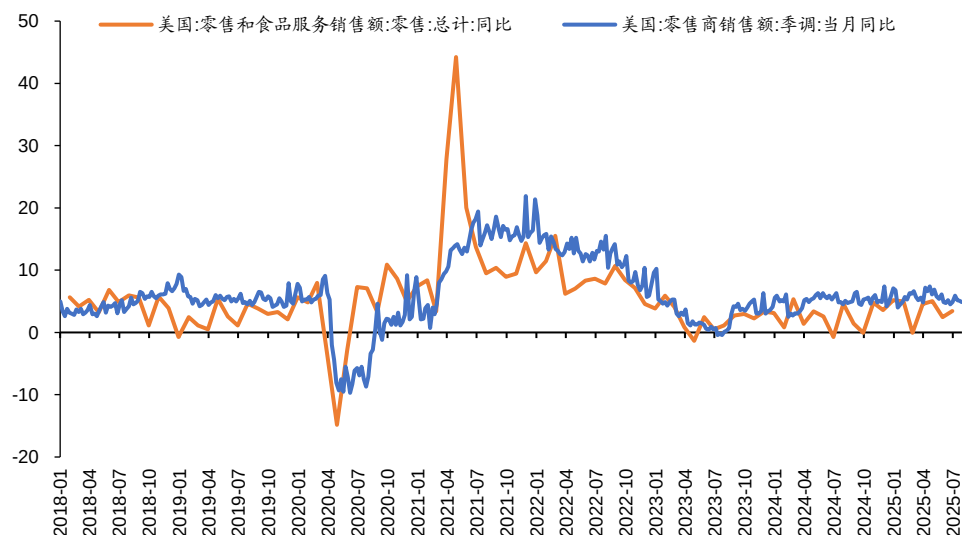
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图5 美国零售分项同比贡献率拆分 (%)



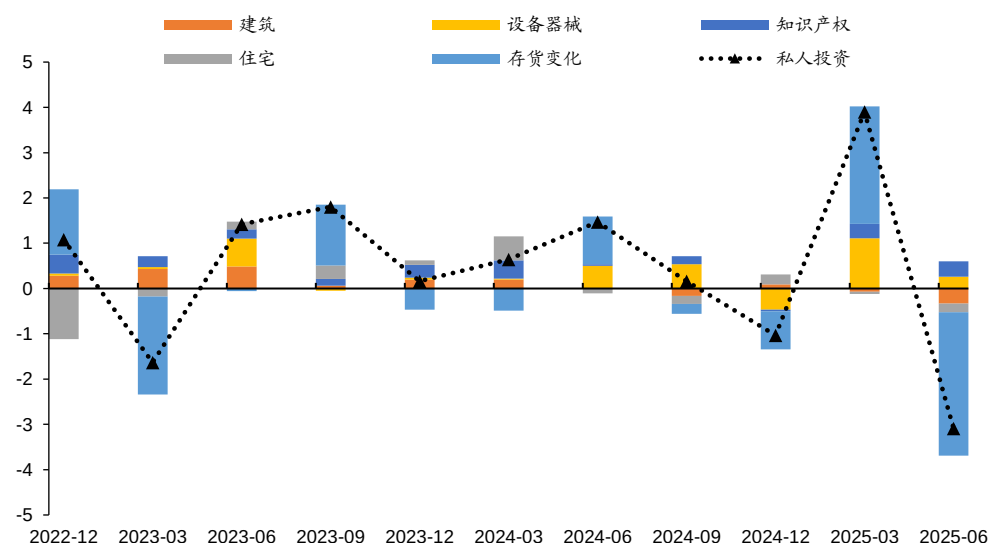
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图6 领先指标红皮书指数显示美国消费维持增速 (%)



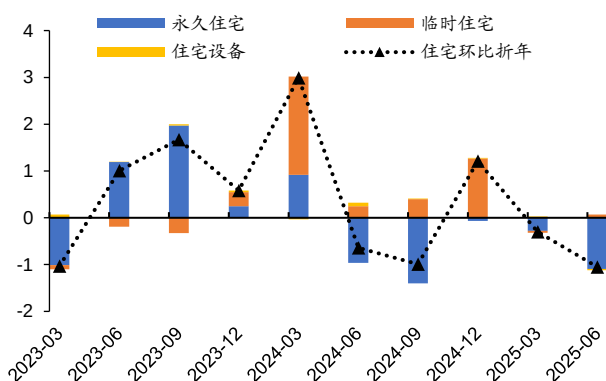
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图7 美国私人投资分项贡献率拆分 (%)



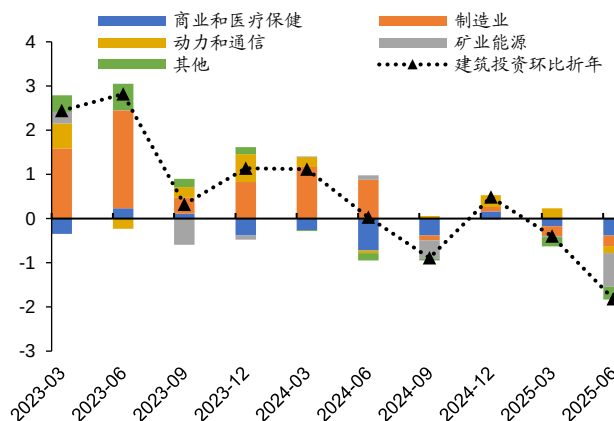
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图8 住宅投资分项贡献率 (%)



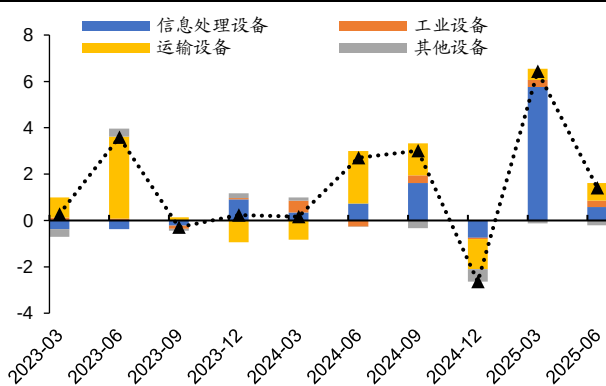
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图9 非住宅建筑投资分项贡献率 (%)



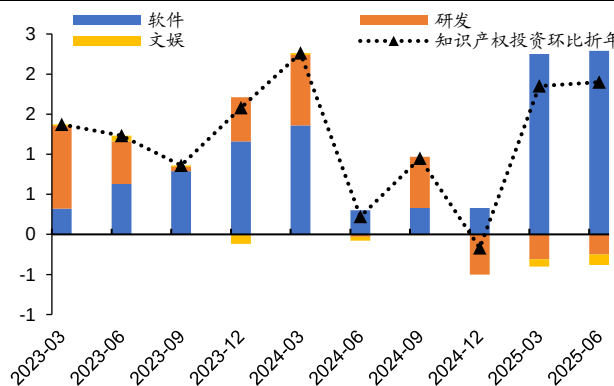
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图10 设备器械投资分项贡献率 (%)



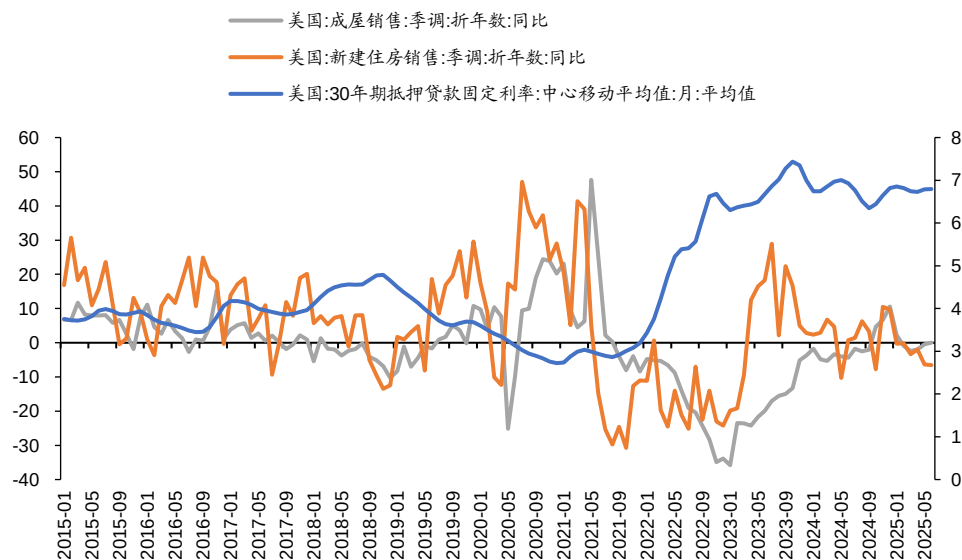
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图11 知识产权投资分享贡献率 (%)



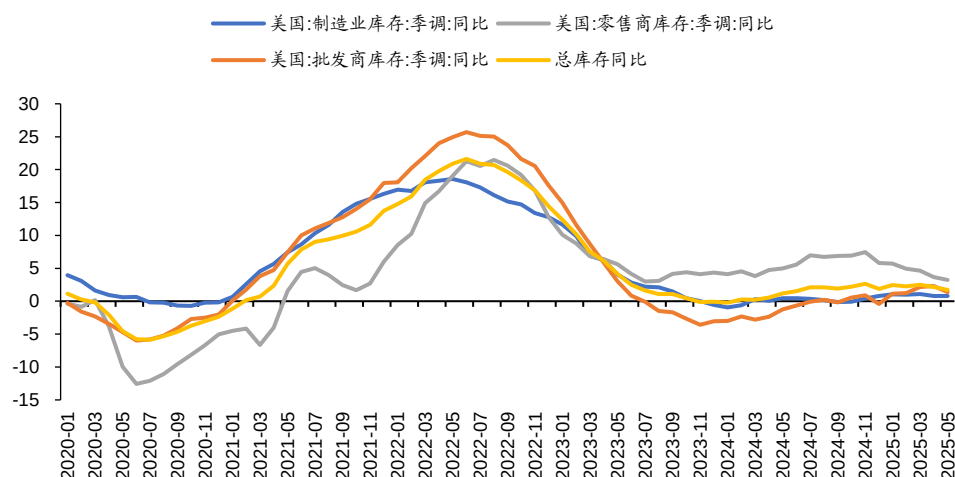
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图12 美国新屋、成屋销售额同比及房贷利率 (%)



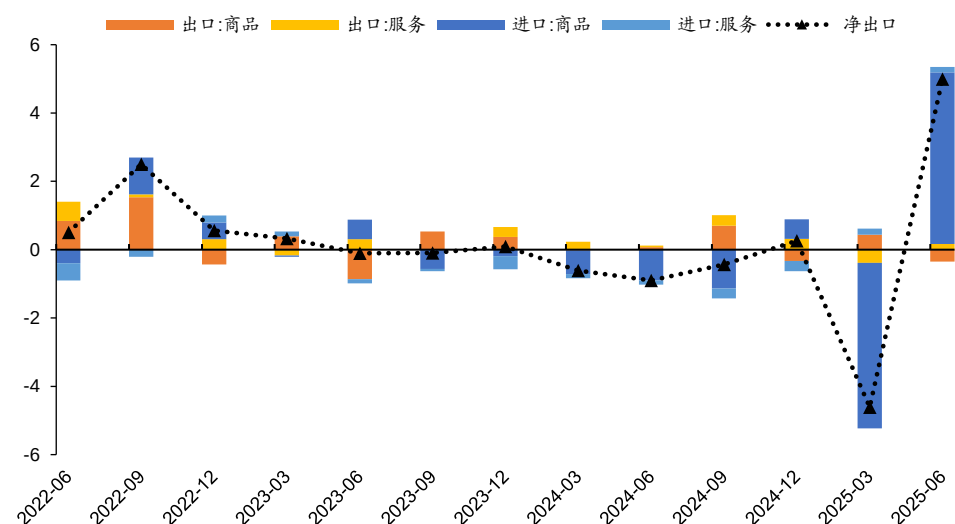
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图13 美国上中下游库存水平同比 (%)



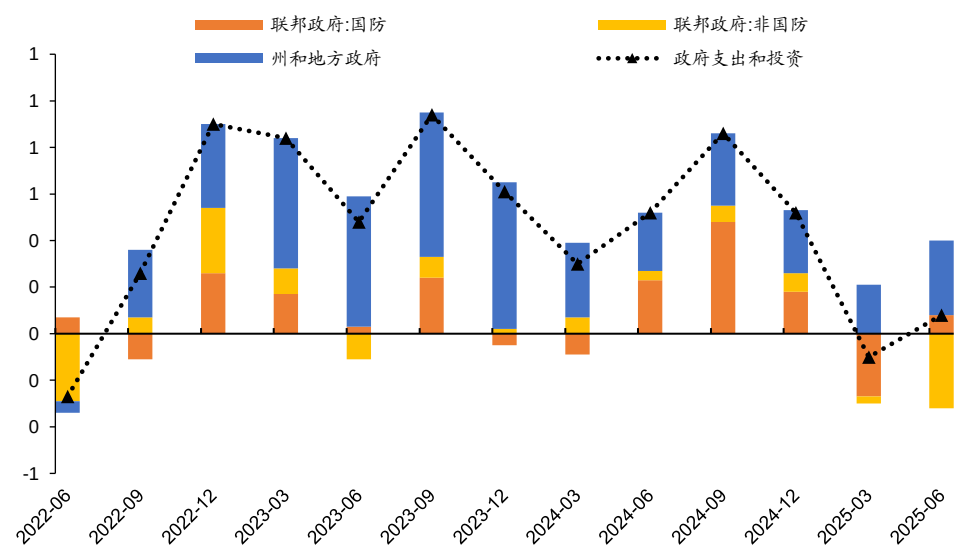
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图14 美国进出口分项拆分 (%)



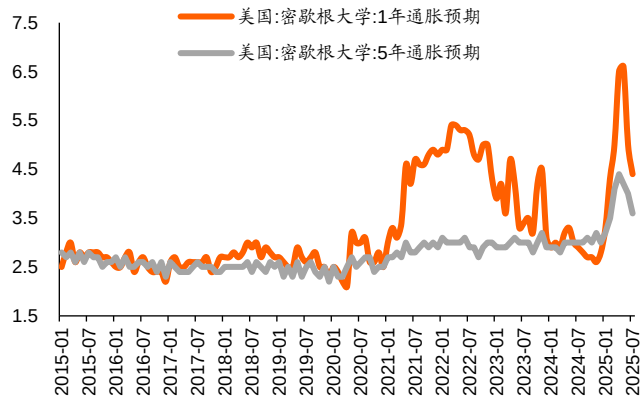
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图15 美国政府支出和投资分项拆分 (%)



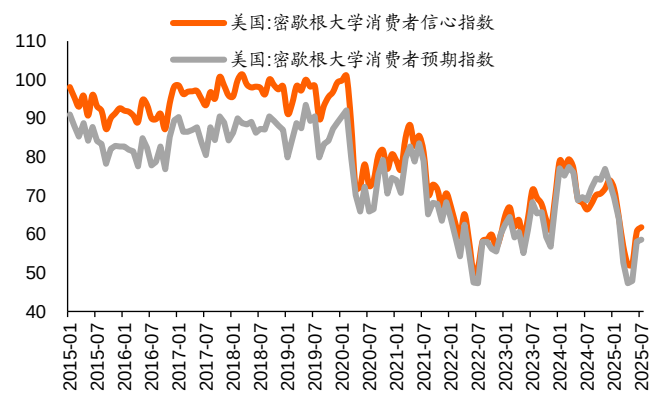
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图16 关税政策下，美国消费者通胀预期大幅增加



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图17 关税政策预期下，美国消费者信心大幅下降



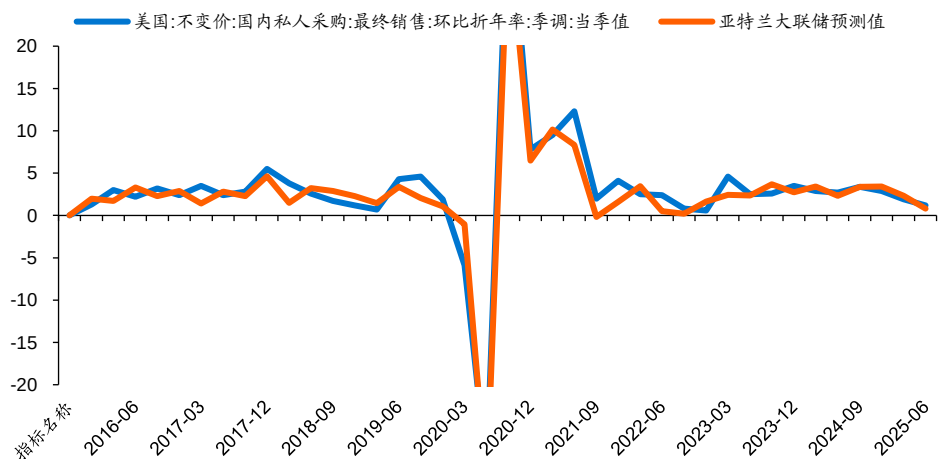
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图18 美国 GDP 分项环比折年增长率（%，季调）

项目	环比趋势	环比折年率（%，SA）									
		2025		2024				2023			
		Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4	Q3	Q2	Q1
GDP环比折年率		3.0	-0.5	2.4	3.1	3.0	1.6	3.2	4.4	2.4	2.8
个人消费		1.4	0.5	4.0	3.7	2.8	1.9	3.5	2.5	1.0	4.9
商品		2.2	0.1	6.2	5.6	3.0	-1.2	3.4	3.5	-0.3	7.4
耐用品		3.7	-3.7	12.4	7.6	5.5	-1.8	2.9	4.2	-0.3	17.1
非耐用品		1.3	2.1	3.1	4.6	1.7	-0.8	3.6	3.1	-0.4	2.5
服务		1.1	0.6	3.0	2.8	2.7	3.4	3.5	2.1	1.6	3.8
私人投资		-15.6	23.8	-5.6	0.8	8.3	3.6	0.7	10.1	8.0	-8.9
固定资产投资		0.4	7.6	-1.1	2.1	2.3	6.5	3.5	2.6	8.6	3.1
非住宅类		1.9	10.3	-3.0	4.0	3.9	4.5	3.8	1.1	9.9	5.3
建筑		-10.3	-2.4	2.9	-5.0	0.2	6.3	6.5	1.7	16.4	14.9
设备和器械		4.8	23.7	-8.7	10.8	9.8	0.3	0.7	-1.1	12.5	0.9
知识产权		6.4	6.0	-0.5	3.1	0.7	7.5	5.2	2.8	3.9	4.5
住宅类		-4.6	-1.3	5.5	-4.3	-2.8	13.7	2.5	7.7	4.5	-4.3
出口		-1.8	0.4	-0.2	9.6	1.0	1.9	6.2	4.9	-4.8	2.0
出口商品		-5.0	6.5	-4.6	10.3	0.9	-0.2	5.3	7.5	-10.9	5.3
出口服务		4.4	-9.7	8.5	8.4	1.2	6.1	8.0	0.0	8.8	-4.5
进口(-)		-30.3	37.9	-1.9	10.7	7.6	6.1	4.2	4.7	-3.1	-0.8
进口商品		-35.3	51.6	-4.9	10.7	8.4	6.5	1.8	5.1	-5.0	0.1
进口服务		-5.4	-6.3	10.9	11.0	4.3	4.8	14.8	2.6	5.0	-4.8
政府支出		0.4	-0.6	3.1	5.1	3.1	1.8	3.6	5.7	2.9	5.1
联邦政府		-3.7	-4.6	4.0	8.9	4.3	-0.4	-0.3	5.3	-1.1	4.6
国防		2.2	-7.1	4.8	13.9	6.4	-2.5	-1.3	6.7	0.8	4.9
非国防		-11.2	-1.2	2.9	2.6	1.5	2.6	0.9	3.4	-3.5	4.3
州和地方政府		3.0	2.0	2.5	2.9	2.3	3.1	6.1	5.9	5.4	5.3

资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图19 美国实际私人国内最终消费及预测值（%）



资料来源：FRED，同花顺 iFinD，联储证券研究院

2. 风险提示

特朗普政策超预期；美国经济下行超预期；美联储货币政策超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 座 7 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000