

宏观点评 20250731

由负转正，但外强中干——美国 2025 年二季度 GDP 数据点评

2025 年 07 月 31 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《增强政策灵活性预见性——学习 7 月政治局会议精神》

2025-07-30

《化工转债行情思考和展望》

2025-07-28

■ **核心观点：**25Q2 美国 GDP 季环比折年增长+3.0%，前值-0.5%，好于彭博分析师一致预期的+2.6%与亚特兰大联储 GDPNow 的+2.9%。结构上，Q1 的“抢进口&抢库存”组合在 Q2 完全反转，是本次 GDP 数据走强的最大推手。但作为“核心 GDP”指标的 PDPF（私人国内最终购买）仅增长+1.2%，连续第四个季度回落，表明本次 GDP 增长更多来自 Q1 抢进口的回落，而不是内生性经济增长的走强。此外关税扰动下，美国生产商与批发商由主动累库转为去库，但零售商的库存仍然保持增长。若需求端仍然无法消化零售库存，则 Q3 美国企业再度主动补库的力度或不会太大。向前看，需关注美联储 9 月最终不降息的风险，降息预期的进一步回落对应美债利率和美元指数再度上行。

■ **25Q2 美国 GDP：增速由负转正，好于市场预期。**25Q2 美国 GDP 季环比折年增长+3.0%，前值-0.5%，好于彭博分析师一致预期的+2.6%与亚特兰大联储 GDPNow 的+2.9%。同期公布的核心 PCE 季环比折年增速+2.5%，预期+2.3%，前值+3.5%。超预期的增长&通胀数据公布后，美元指数一度上破 99.5。

■ **数据结构：“抢进口&累库存”组合反转推动 GDP 走强，经济内生性增长动能依旧偏弱。**①抢进口&抢库存完全反转。结构上，25Q2 美国 GDP 的大幅增长与 Q1 构成“完美镜像”：商品进口对 GDP 拉动率由-4.84%反弹至+5.02%，库存变化拉动率由+2.59%回落至-3.17%，Q1 的抢进口&抢库存组合在 Q2 完全反转，是 GDP 走强的最大推手。②核心 GDP 持续走弱。反映经济内生性增长动能的 PDPF（私人国内最终购买）增长+1.2%，连续第四个季度回落，为 23Q1 以来新低。PDPF 这一“核心 GDP”指标的回落进一步反映出 GDP 增长更多来自 Q1 抢进口的回落，而不是内生性经济增长的走强。其中，消费拉动率由+0.31%修复至+0.98%，固定资产投资拉动率由+1.31%回落至+0.08%。进一步看，商品&服务消费，建筑&住宅投资全面回落，而增长支撑仍然来自软件与信息设备投资，这主要受益于 AI Capex 的持续投入。③关税扰动下，生产商与批发商由主动累库存转为去库存。25Q2 库存变化由 1605 亿美元变为-260 亿美元，反映进口较少的同时，关税带来的企业主动累库转为去库。结构上，去库存最显著的是生产商（前期补充大宗商品库存）与批发商（补充海外商品库存），但需要注意的是美国零售商的库存仍然保持增长，只是增幅放缓；且终端消费需求对 GDP 的拉动只是较 25Q1 有所改善，增速仍在 2023 年以来低位。在 Q1 由关税驱动的主动补库结束后，若需求端仍然无法消化零售库存，则 Q3 美国企业再度主动补库的力度或不会太大。

■ **未来展望：关注 9 月美联储不降息的风险，届时美债利率和美元指数或再度上行。**向前看，虽然 GDP 数据结构外强中干，但市场仍然按照“增长强化→降息延后”的剧本交易，若本周五公布的美国 7 月非农就业数据同样外强中干（初值超预期，但随后逐月下修），则美联储 9 月降息概率将进一步下调，并导致 25Q3 的金融条件收紧，从而经济带来更大下行压力，反而促成 25Q4 的降息。策略上需关注 9 月最终不降息的风险，这或让当前 60%降息预期进一步回吐，对应美债利率 15bps 的上行空间（10 年美债利率升至 4.5%，2 年美债利率升至 4.05%），美元指数回到 100-105 的区间内。但随着 9 月不降息风险兑现，更紧的金融条件对经济增长的压力与鲍威尔任期即将结束特朗普开始指名更加鸽派的联储主席候选人带来的降息预期或令未来美联储货币政策将更加宽松，届时美元指数与 2 年美债利率将从高位回落，重回下行轨道，而黄金也将结束盘整重新上涨。

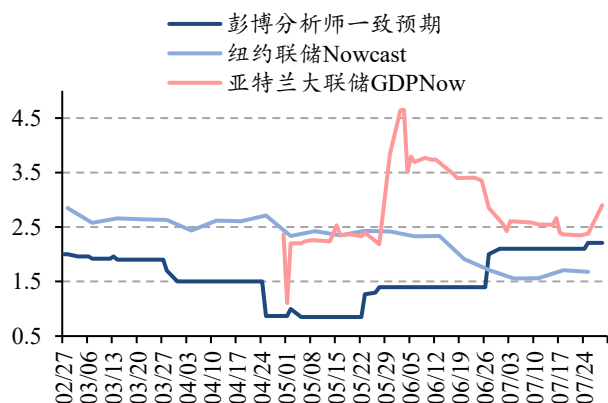
■ **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：美国实际 GDP 主要分项季环比折年拉动率

走势	占比	环比折年拉动率%	2025/06	2025/03	2024/12	2024/09	2024/06	2024/03	2023/12	2023/09	2023/06	2023/03	2022/12	2022/09
	100.0%	实际GDP	3.00	-0.50	2.40	3.10	3.00	1.60	3.20	4.40	2.40	2.80	3.40	2.70
	69.0%	私人消费	0.98	0.31	2.70	2.48	1.90	1.30	2.33	1.72	0.65	3.27	0.81	1.02
	9.0%	耐用用品	0.27	-0.28	0.87	0.54	0.40	-0.13	0.22	0.32	-0.03	1.24	-0.16	-0.15
	14.7%	非耐用用品	0.18	0.29	0.42	0.63	0.23	-0.12	0.51	0.44	-0.05	0.36	0.01	-0.38
	45.5%	服务	0.53	0.30	1.41	1.31	1.27	1.55	1.60	0.96	0.73	1.67	0.96	1.55
	18.4%	私人投资	-3.09	3.90	-1.03	0.16	1.47	0.64	0.16	1.80	1.42	-1.63	1.08	-1.05
	18.4%	固定资产	0.08	1.31	-0.20	0.38	0.42	1.14	0.62	0.45	1.48	0.53	-0.36	-0.33
	15.3%	非住宅	0.27	1.36	-0.41	0.55	0.53	0.61	0.52	0.16	1.30	0.71	0.76	1.01
	2.8%	建筑	-0.33	-0.07	0.09	-0.16	0.01	0.20	0.20	0.06	0.49	0.43	0.28	0.26
	6.0%	设备	0.26	1.11	-0.47	0.54	0.49	0.02	0.04	-0.05	0.61	0.04	0.05	0.33
	6.6%	知识产权	0.34	0.32	-0.03	0.17	0.04	0.40	0.28	0.15	0.21	0.24	0.42	0.42
	3.3%	住宅	-0.19	-0.05	0.22	-0.18	-0.11	0.53	0.10	0.30	0.17	-0.18	-1.12	-1.34
	-0.1%	库存变化	-3.17	2.59	-0.84	-0.22	1.05	-0.49	-0.47	1.34	-0.06	-2.16	1.44	-0.72
	-4.3%	净出口	4.99	-4.61	0.26	-0.43	-0.90	0.09	-0.10	-0.11	0.33	0.56	2.50	2.50
	11.1%	出口	-0.19	0.04	-0.01	1.01	0.12	0.21	0.66	0.53	-0.54	0.23	-0.12	1.63
	7.4%	商品出口	-0.35	0.44	-0.33	0.70	0.07	-0.02	0.37	0.53	-0.86	0.39	-0.43	1.53
	3.7%	服务出口	0.17	-0.39	0.32	0.31	0.05	0.23	0.29	0.00	0.31	-0.17	0.31	0.09
	15.4%	进口	5.18	-4.66	0.27	-1.44	-1.01	-0.82	-0.57	-0.63	0.44	0.10	0.68	0.87
	12.6%	商品进口	5.02	-4.84	0.57	-1.14	-0.90	-0.69	-0.19	-0.56	0.57	-0.04	0.48	1.08
	2.9%	服务进口	0.16	0.18	-0.30	-0.29	-0.12	-0.13	-0.38	-0.07	-0.13	0.14	0.21	-0.21
	16.9%	政府	0.08	-0.10	0.52	0.86	0.52	0.30	0.61	0.94	0.48	0.84	0.90	0.26
	6.3%	联邦中央政府	-0.24	-0.31	0.25	0.55	0.27	-0.02	-0.02	0.33	-0.08	0.28	0.54	-0.04
	3.7%	国防	0.08	-0.27	0.18	0.48	0.23	-0.09	-0.05	0.24	0.03	0.17	0.26	-0.11
	2.7%	非国防	-0.32	-0.03	0.08	0.07	0.04	0.07	0.02	0.09	-0.11	0.11	0.28	0.07
	10.5%	州与地方政府	0.32	0.21	0.27	0.31	0.25	0.32	0.63	0.62	0.56	0.56	0.36	0.29

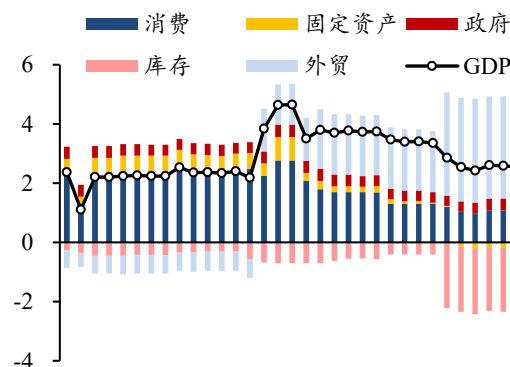
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图2：不同机构对 25Q2 美国 GDP 预测



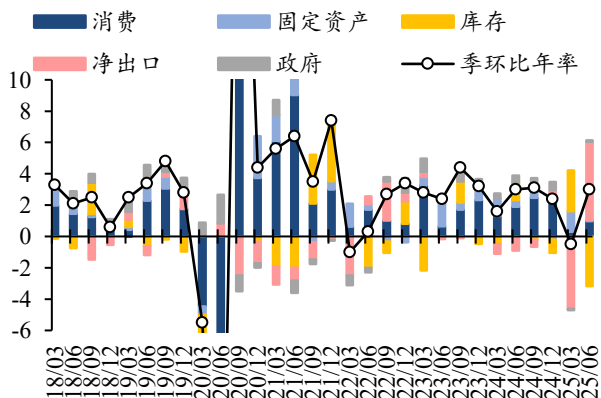
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图3：GDPNow 对 25Q2 美国 GDP 及分项贡献度预测



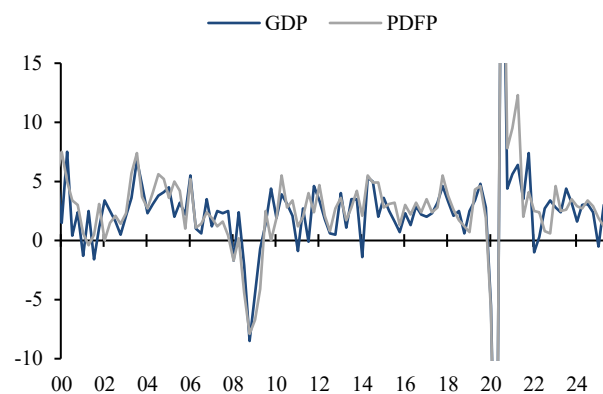
数据来源：美联储、东吴证券研究所；单位%

图4：美国 GDP 主要分项环比年率增速



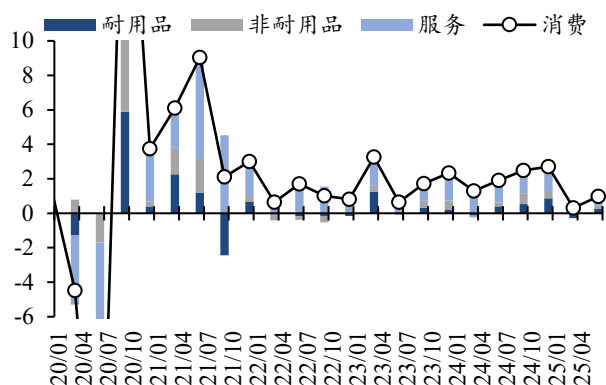
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图5：美国 GDP 与私人国内最终购买



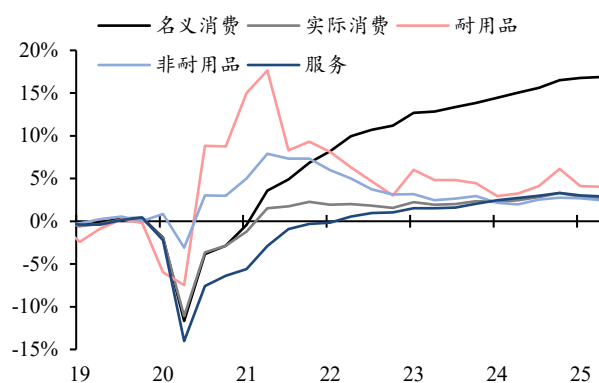
数据来源：彭博、东吴证券研究所；增速为季环比年率，单位%

图6：美国个人消费支出主要分项环比年率增速



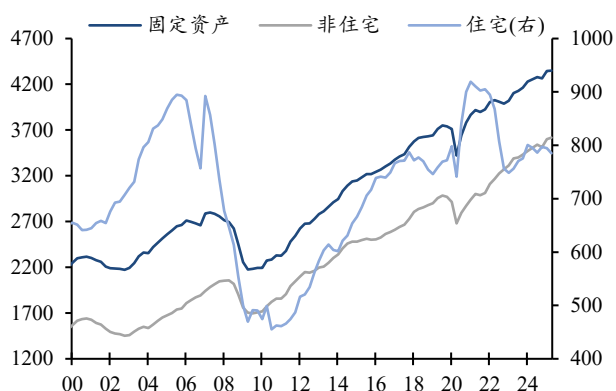
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7：美国个人消费支出主要分项与趋势线偏离程度



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图8：美国固定资产投资主要分项



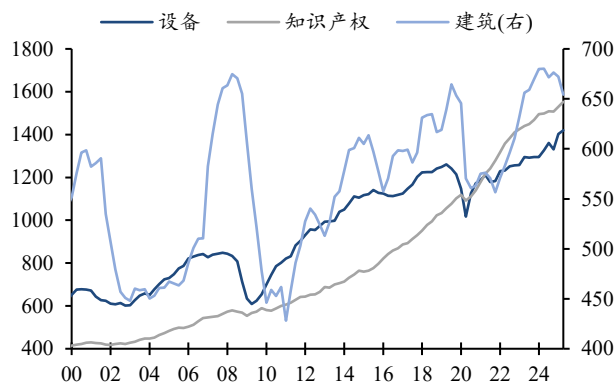
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位十亿美元

图9：美国固定资产投资库存分项变化



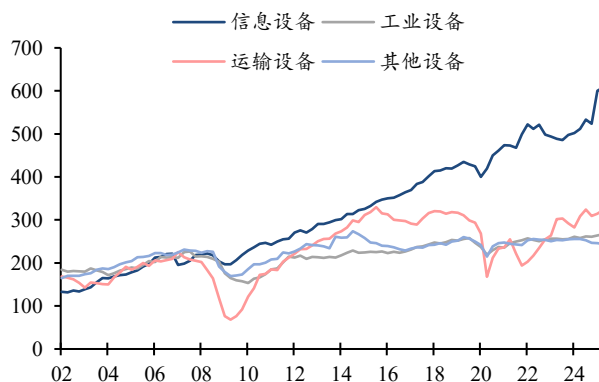
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位十亿美元

图10：美国非住宅投资主要分项



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位十亿美元

图11：美国设备投资分项



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位十亿美元

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>