



宏观经济报告

2025/5/14

首席经济学家 肇越

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

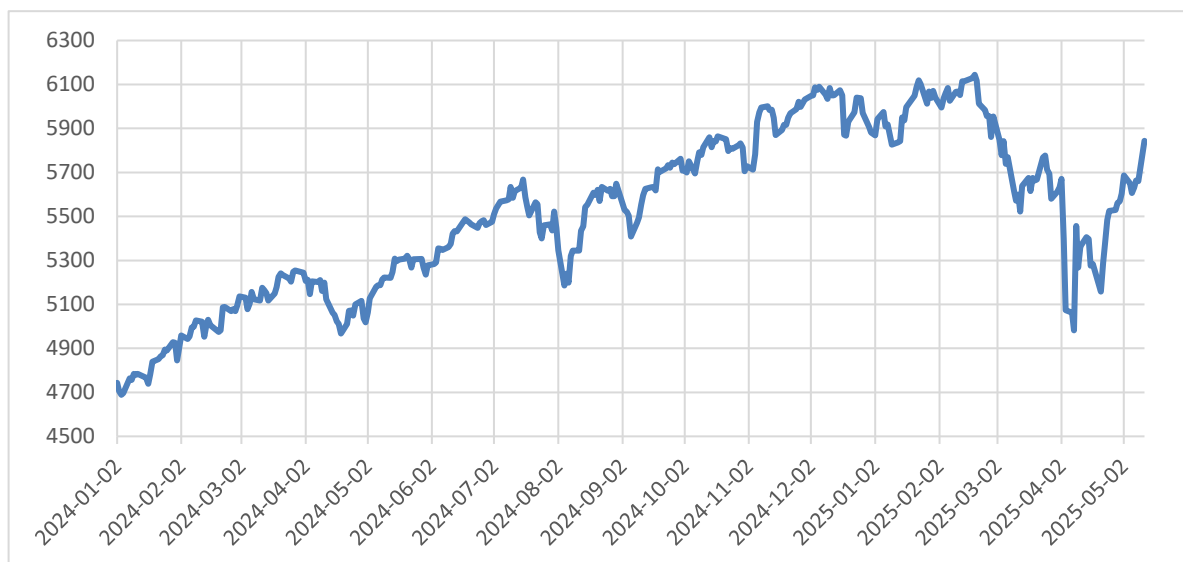
关税风波渐趋平稳，美国经济恢复常态

今年2月以来，由于特朗普执政后，经济、外交政策飘忽不定，造成全球经济和金融市场动荡加剧，尤其是4月2日突然宣布对全球180多个国家加征巨额关税，由此引发全球金融市场发生恐慌性下跌，4月8日标普500指数最大回测达到-18.9%。

迫于压力，特朗普对他提出的“关税政策”做出调整和暂缓，于是金融市场得到部分恢复，市场的波动性也大幅下降。

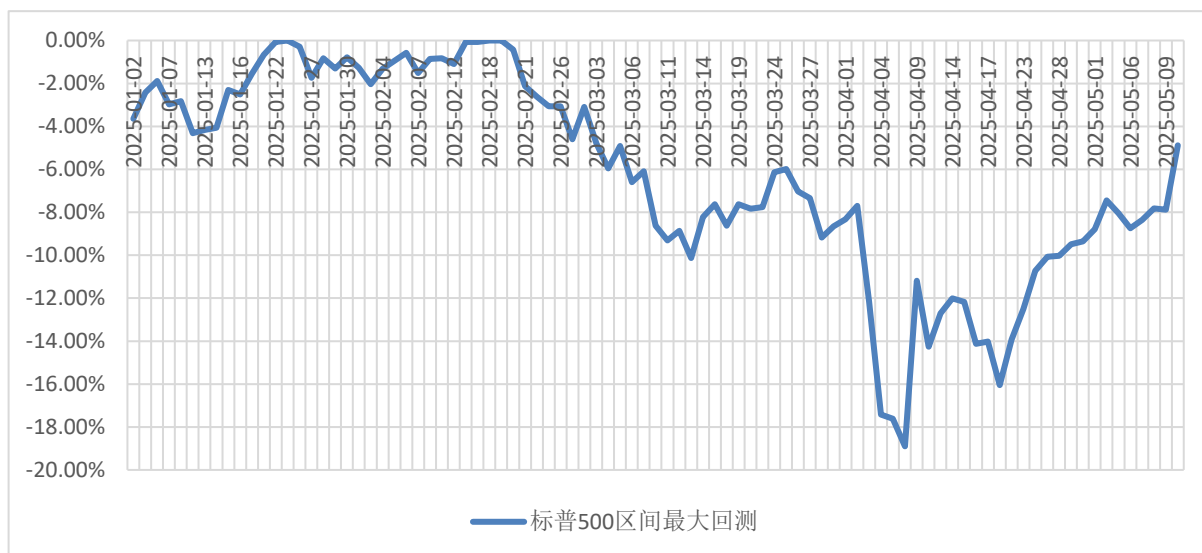


图表 1：标普 500 指数自 2 月 19 日之后发生剧烈波动



资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

图表 2：标普 500 区间最大回测



资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

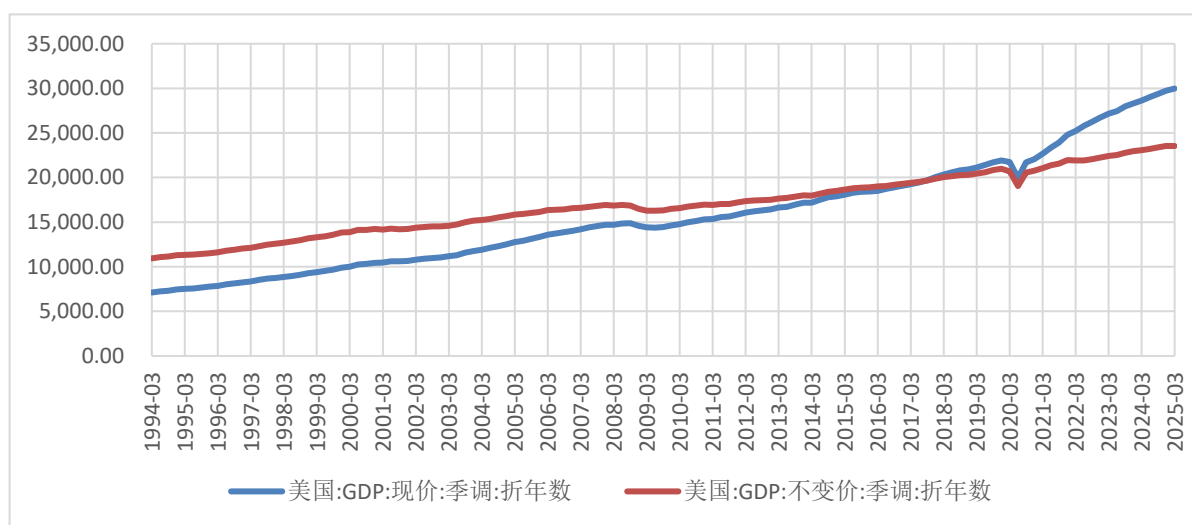
如何看待目前和未来一段时间美国经济的变化趋势？是否会像市场上一些机构预测的那样，美国国债会出现政府违约风险？美元会出现急剧贬值，甚至发生崩盘？对此，需要基于美国经济的数据，做出理性、科学的分析。



一、 美国经济增速处于潜在经济增长率区间，运行平稳

首先，从美国 GDP 的绝对数据可以看到，美国经济基本保持一个平稳增长的斜率。同时，也表现出两个明显的特征。一是在新冠疫情之后，美国不变价 GDP 增长速度很快就回到疫情前的斜率，这说明美国经济不仅运行基本平稳，而且经济运行的结构也没有大的变化；二是美国现价 GDP 的增长斜率明显大于不变价 GDP，这说明疫情之后通货膨胀出现明显上升，名义 GDP 的增速提升主要是受价格因素的影响，与实际经济改善关系不大。

图表 3：美国名义 GDP 与实际 GDP 的比较 美元



资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

从经济增速上看，今年一季度实际 GDP 的同比增速继续缓慢下降至潜在经济增长率 2.0% 附近，基本处于潜在增长率合理区间。



图表 4：美国实际 GDP 同比增速 %



资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

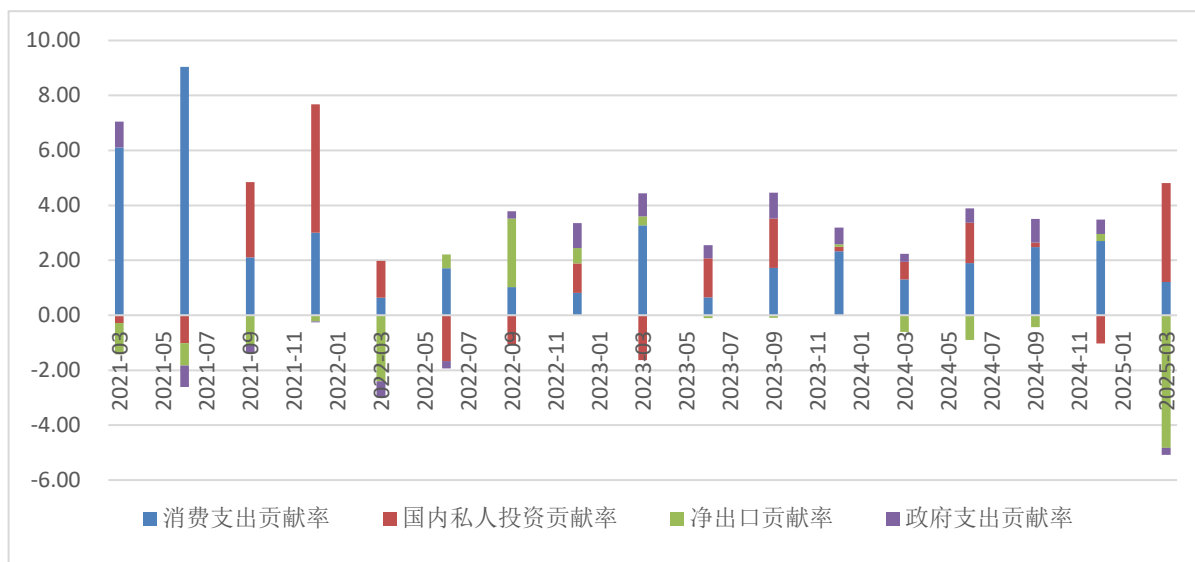
其次，为了进一步分析清楚美国经济运行的结构特征和未来趋势，我们需要对于美国经济数据进行进一步的分析。

从下图中，对比分析可以看到尽管私人消费在美国 GDP 的占比最高，但是在今年一季度，私人投资增长对于美国 GDP 增长的贡献最大，达到 3.60%；其次是私人消费的贡献，贡献率为 1.21%；净出口和政府支出的贡献是负值。

而上一季度私人消费的贡献最大，达到 2.70%，并且在前几个季度私人消费的贡献一直是经济增长的主要力量；私人投资的贡献在 2023 年第二、三季度曾经超过私人消费，排在影响的第一位。通常私人投资对于美国经济的推动往往时间较短，主要还是依靠私人消费的驱动。据此判断，在今年第二、三季度美国经济增速可能继续缓慢下降，年底美联储加息的压力和可能性相对较高。



图表 5：美国 GDP 各个分项的贡献率 %

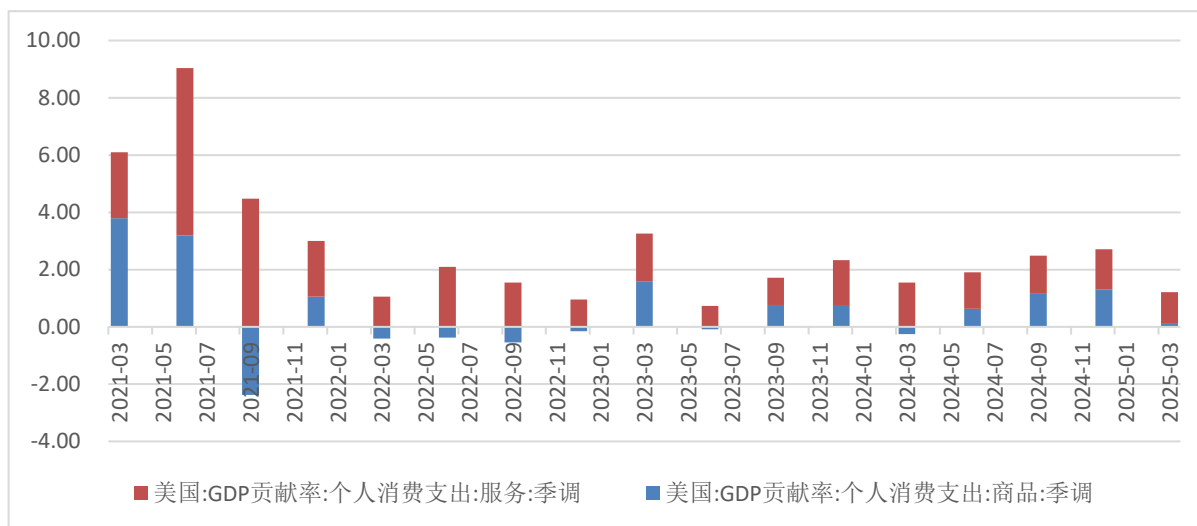


资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

由于美国私人消费占 GDP 的比重最高，所以私人消费的变化对于预测美国经济下一步走势影响最大。从下图中可以看到，个人消费结构中，主要以服务消费为主。由于季节性因素，美国个人消费通常的规律是第三、四季度商品消费者占比略高，接近于服务消费，第一、二季度服务消费占比远远高于商品消费。据此判断，今年美国第二季度很可能维持稳定小幅增长。



图表 6：美国个人消费各分项的贡献率 %

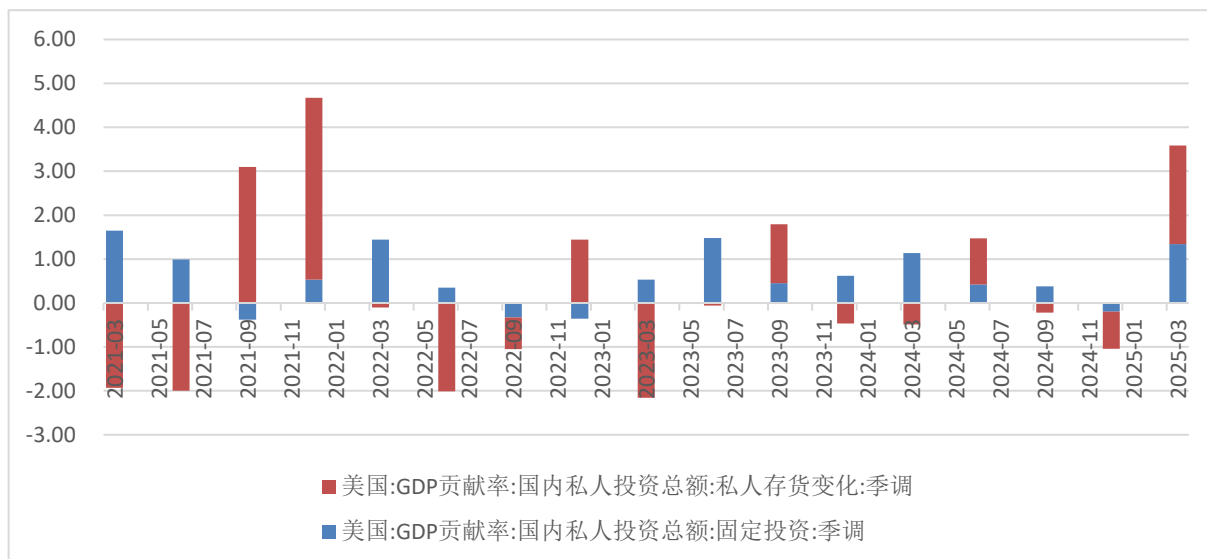


资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

在美国私人投资中，通常规律是第三、四季度存货会出现比较大的增加，第一、二季度存货急剧下降。今年的情况有些反常，在第一季度存货的贡献非常高，所以导致私人投资对于第一季度美国经济增长的贡献大幅上升。其中的原因很可能是由于企业担心美国政府加征关税，提前大量采购商品所致。初步估计第二季度存货会出现明显下降，并因此带动私人投资的贡献率下降。



图表 7：美国私人投资各分项的贡献率 %



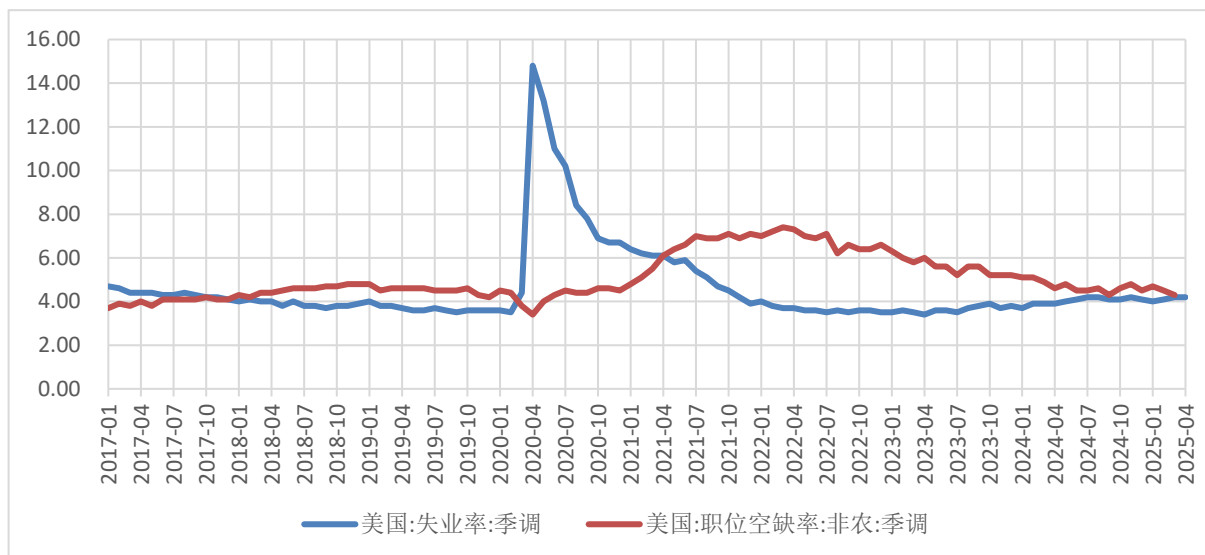
资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

二、美国就业市场基本处于供需均衡状态

从近期美国的失业率和非农职位空缺率比较看，目前美国的就业市场基本实现供需均衡。3 月份美国失业率是 4.20%，职位空缺率是 4.30%，两个指标都处于历史长期均值附近，失业率仅比自然失业率 4.1% 高一个百分点。这说明就业市场的供需基本均衡，也印证了实际经济增速处于潜在增长率附近。



图表 8：美国经季调失业率与职位空缺率



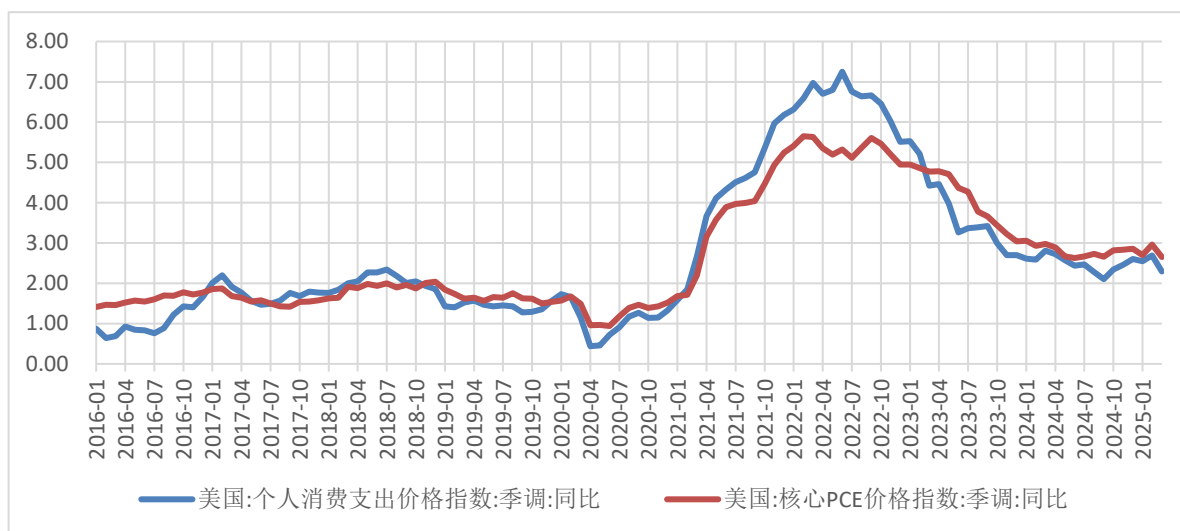
资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

三、美国通货膨胀接近政策目标值

尽管受到特朗普经济政策的影响，但是美国通货膨胀并没有明显改变。3 月美国货币政策目标利率 PCE 下降至 2.29%，核心 PCE 下降至 2.65%。CPI 的变化基本与 PCE 一致，4 月经季节调整的 CPI 为 2.30% /，较上月小幅下降一个百分点，核心 CPI 是 2.80%，与上月持平。

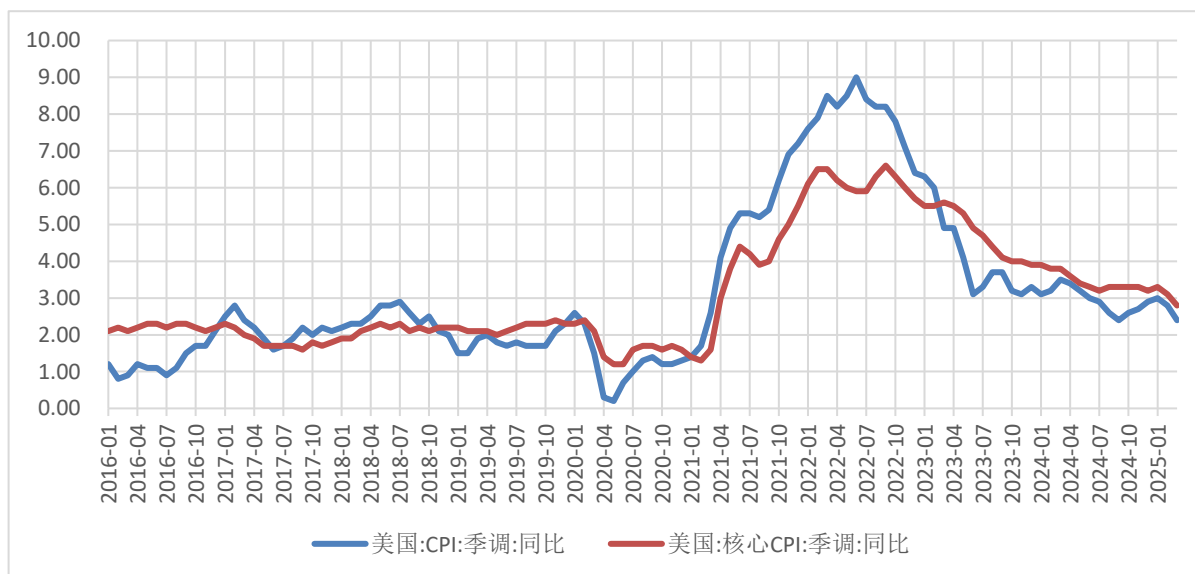


图表 9：美国货币政策目标利率 PCE



资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

图表 10：美国 CPI

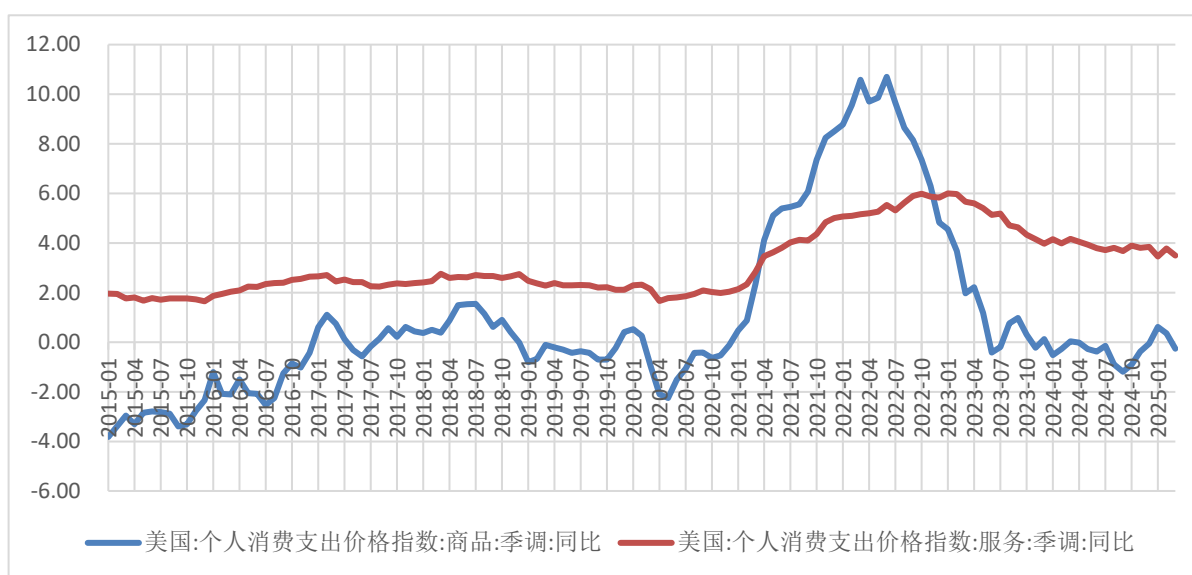


资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券



从 PCE 的分项看，推动美国本轮通货膨胀（2021 年 2 月-2023 年 6 月）的主要力量——商品价格变化，已经恢复到正常状态，3 月份同比变化为-0.26%，对于通货膨胀的贡献已经为负数。同时，服务项目的处于相对高位，3 月服务项目同比涨幅为 3.49%。

图表 11：PCE 的分项变化 %

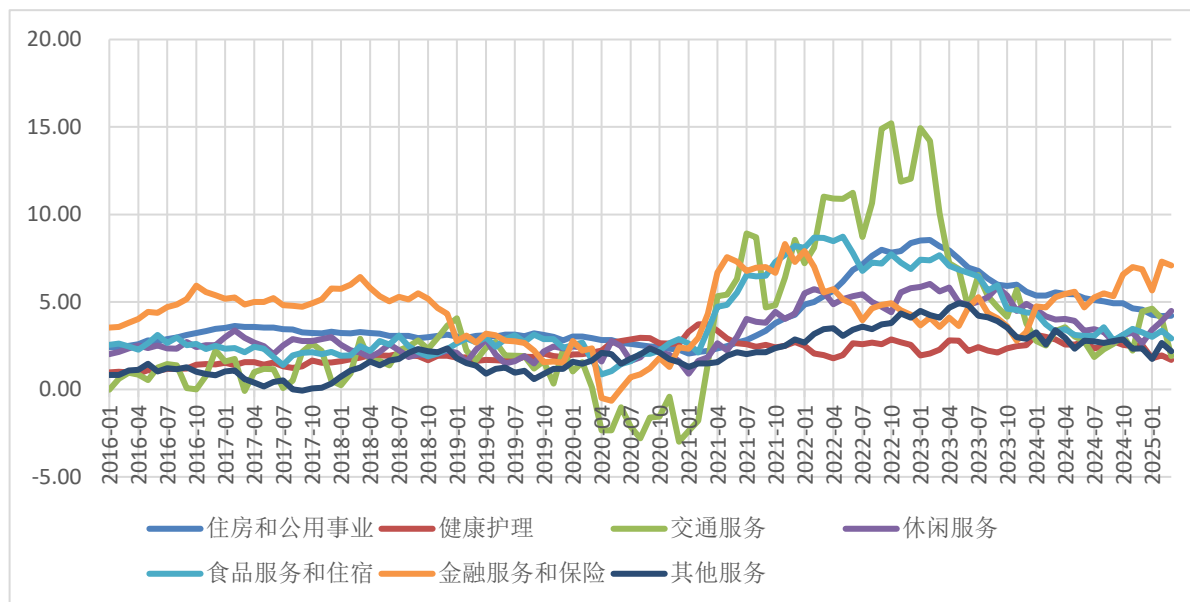


资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

进一步分解分析 PCE 服务项目中各子项的情况，可以看到 3 月份同比上涨幅度最大的是金融和保险服务，达到 7.08%；其次是休闲服务，涨幅为 4.49%；第三位的是住房和公共事业费用支出，涨幅为 4.22%。



图表 12: PCE 服务项目下各子项变化 %



资料来源：根据 Wind 数据自行整理分析，香港致富证券

四、结论

综合主要宏观经济数据，目前美国经济基本处于潜在经济增速附近，经济运行状态基本稳定。因此，美联储近期维持货币政策处于观望状态，等待未来数据的进一步变化，再决定货币政策的方向。

具体的结论是：

- 1、美国利率的变化趋势：近期做出利率调整的可能性相对较低，将基本保持稳定。
- 2、美国国债市场将保持基本稳定，短久期国债现金收益具有很好的投资价值，长久期国债面临一定的下调风险。
- 3、美元：尽管近 4 个月，由于欧元和日元的阶段性走强，导致美元指数出现下调，但是从长周期看，美元基本处于稳定区间。
- 4、黄金：前一阶段受到各国官方储备增持黄金和市场急剧波动推动避险需求激增的双重推



动，黄金价格出现持续走高。目前黄金价格已经远远超出 1456 美元/盎司的平均综合维持成本 (AISC)，溢价幅度超过 100%，因此，4 月各国官方储备购金数量出现明显下降。

5、美股：随着关税风波冲击的逐渐消退，股票市场的不确定性迅速修复，市场的信心正在逐渐回暖。但是，特朗普执政以来，政策制定的缺乏理性和反复无常，已经成为这届政府的常规操作。无法排除未来很可能还会出台一些出人意料地政策，导致经济和市场再次发生剧烈动荡。因此，对于美股市场的展望是经济平稳发展决定的长期趋势叠加短期政策冲击带来的剧烈波动。



研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼	北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层	上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555831	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk