



宏观研究报告

2025年5月2日

周浩

+852 2509 7582

Hao.zhou@gtjas.com.hk

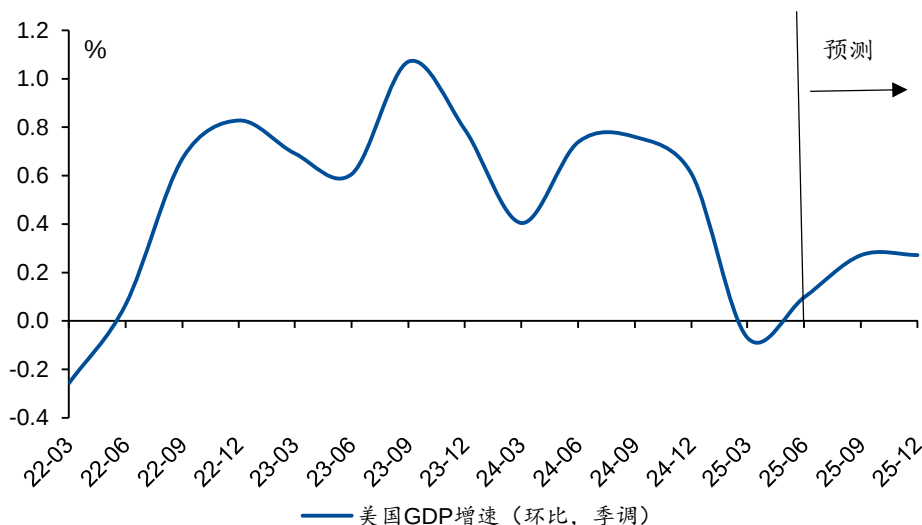
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

美国经济会陷入严重衰退么？

美国经济增速更可能接近 1%



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

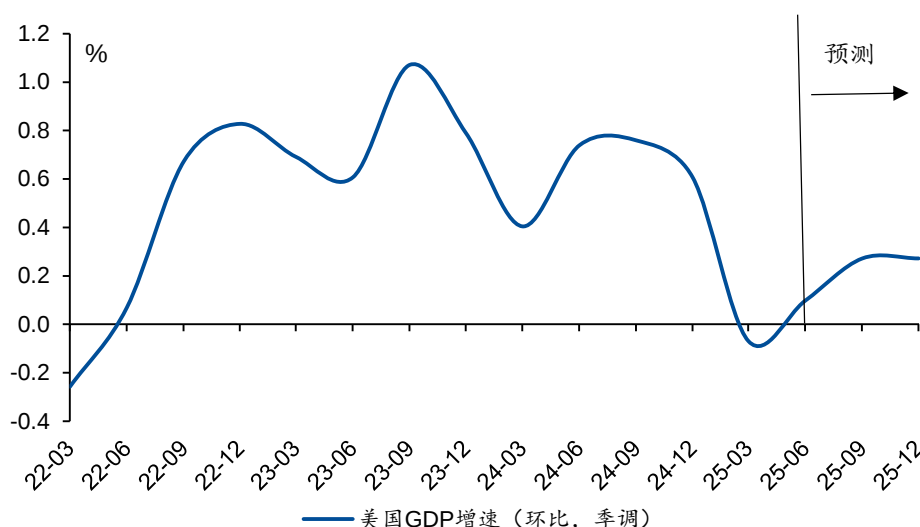
- 美国经济在第一季度出现负增长，这让市场担忧关税压力下美国经济会出现更大的麻烦。数据显示，美国经济在第一季度负增长 0.3%（环比折年率），低于市场预期。不过市场对于美国消费仍然保持乐观的看法，从这个角度而言，关税裂痕下，美国经济保持了一定的韧性。
- 未来一段时间的美国经济也仍然面临较大的压力。尽管消费表现尚可（环比折年率增长 1.8%），但这一水平仍然低于过去数年动辄接近或超过 3% 的水平。与此同时，由于担心关税影响，美国也存在一定的“抢消费”，因此目前尚可的消费动能是否能够维持，也存在一定的疑问。更加重要的是，第一季度的政府支出为负增长，未来这样的趋势大概率仍然会持续，因此整体经济动能大幅反弹的概率不高。
- 中长期而言，对于美国经济，我们要考虑的是以下几个问题。首先，名义增长率是否会出现持续的下行；第二，美国家庭和企业的杠杆率处于低位，而政府的杠杆率处于高。第三，特朗普的关税方案以及未来的谈判，也大概率存在很多的不确定性，这也意味着美国面临的通胀风险仍然会在很多时候困扰投资者。
- 因此，美国第一季度 GDP 确认了美国经济保持着一定的韧性，但与此同时也让市场看到了特朗普新经济政策对于经济的“重置”和“伤害”（即使是暂时的）。从结构上而言，美国劳动力市场也处于“正常化”过程中，即失业率与职位空缺率之间重新回到历史的趋势之中。加上负债率在各部门之间虽然分布不均，但整体负债水平在 2008 年后大致保持平稳。
- 本轮洗牌到底会带来何种影响，仍然需要时间给出答案。但我们可以发现，特朗普政府希望美国制造业回归的整体思路，从下面的图 4 中，我们也可以清晰发现，美国的资本品进口在过去数年中一直强于消费品的进口。从这个角度而言，美国经济也面临着“消费”和“投资”的再平衡。

美国经济在第一季度出现负增长，这让市场担忧关税压力下美国经济会出现更大的麻烦。数据显示，美国经济在第一季度负增长 0.3%（环比折年率），低于市场预期。但由于在数据公布前，GDPNow 模型一直指向美国经济会呈现负增长，同时一家大型美国投行临时大幅下修美国增长预测，因此市场对于美国经济可能出现的萎靡表现并没有太大的意外。

从具体数据分析，一季度对经济拖累最大的是进口，面临关税压力商品进口大幅增长，拖累 GDP 增长 4.83 个百分点；进口增长的同时，库存也出现了一定程度的上升，推升经济增长率 2.25 个百分点。但由于进口拖累项小于库存增加项，中间的差值意味着终端消费仍然有较强的吸纳能力。总体而言，市场对于美国消费仍然保持乐观的看法，从这个角度而言，关税裂痕下，美国经济保持了一定的韧性。

但即便如此，未来一段时间的美国经济也仍然面临较大的压力。尽管消费表现尚可（环比折年率增长 1.8%），但这一水平仍然低于过去数年动辄接近或超过 3% 的水平。与此同时，由于担心关税影响，美国也存在一定的“抢消费”，因此目前尚可的消费动能是否能够维持，也存在一定的疑问。更加重要的是，第一季度的政府支出为负增长，未来这样的趋势大概率仍然会持续，因此整体经济动能大幅反弹的概率不高。综合而言，我们倾向于认为美国经济在 2025 年的增长率会更接近于 1%，而非 2%。

图 1：美国经济增速更可能接近 1%

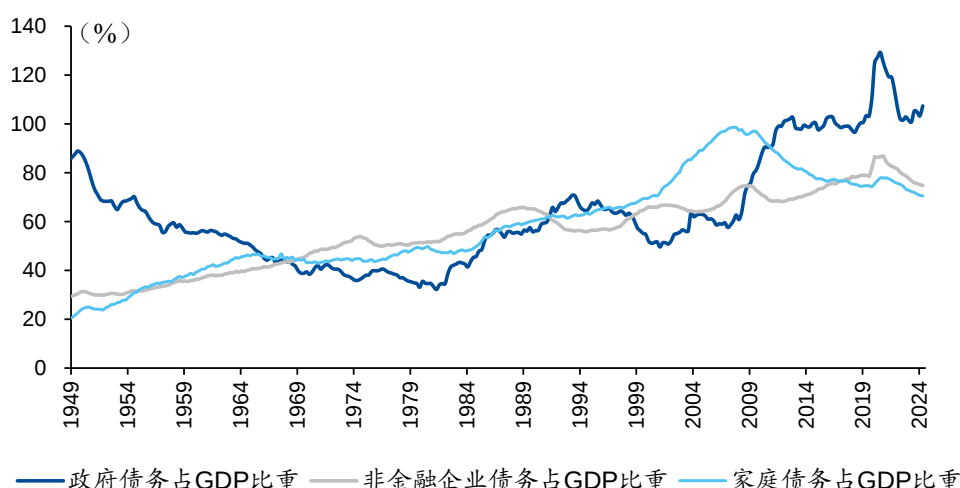


资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

中长期而言，对于美国经济，我们要考虑的是以下几个问题。首先，名义增长率是否会出现持续的下行，由于经济增长大幅下行，与此同时通胀保持在相对高位但大致平稳的水平上，美国过去数年动辄过 5% 的名义增长率能否维持，将对资本市场的展望产生深远的影响；第二，美国家庭和企业的杠杆率处于低位，而政府的杠杆率处于高位。特朗普政府当然希望政府能否削减开支，同时通过减税来推动私人部门的杠杆率提升，但这样的计划能否顺利实施，仍然存在很大的不确定性。而如果减税计划不能顺利实施，那么美国的经济转型之路也会面临新的阻碍。第三，特朗普的关税方案以及未来的谈判，也大概率存在很多的不确定性，这也意味着美国面临的通胀风险仍然会在很多时候困扰投资者。

与此同时，长端利率长期处于高位，也对特朗普的整体计划带来负面影响。诚然美联储大概率会在年内多次降息，但这能否压低长端收益率则存在很多的疑问。如果降息后长端利率仍然保持在目前的位置上，那么未来财政空间也会被压缩，因为目前的短债发行规模已经十分庞大，财政部希望压低长端利率来提供发展空间，但即使长端利率稍下行，但随之而来的巨量发债，也会对长端利率带来新的冲击。将这些信息加总在一起，长端利率的不稳定，带来的是对特朗普政策的扰动。

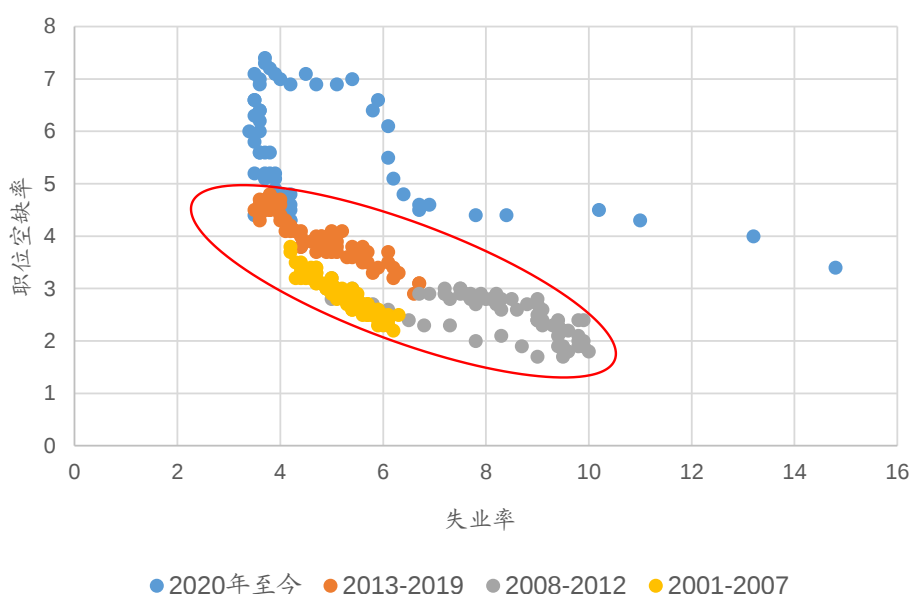
图 2：美国杠杆率分布不均



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

因此，美国第一季度 GDP 确认了美国经济保持着一定的韧性，但与此同时也让市场看到了特朗普新经济政策对于经济的“重置”和“伤害”（即使是暂时的）。从结构上而言，美国劳动力市场也处于“正常化”过程中，即失业率与职位空缺率之间重新回到历史的趋势之中。加上负债率在各部门之间虽然分布不均，但整体负债水平在 2008 年后大致保持平稳（剔除疫情因素），因此整体经济慢慢回到了旧常态之中，但特朗普新政却重新开始新一轮的洗牌。

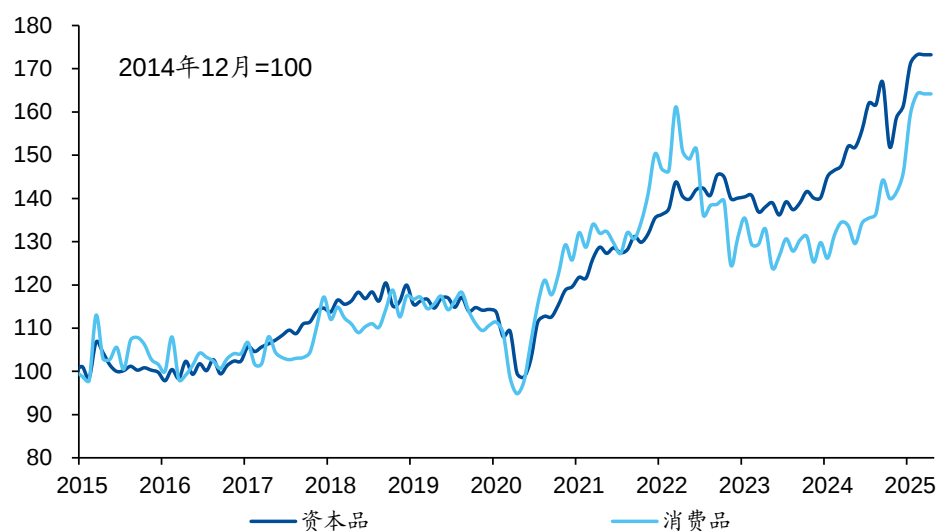
图 3：劳动力市场向历史均值回归



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

本轮洗牌到底会带来何种影响，仍然需要时间给出答案。但我们可以发现，特朗普政府希望美国制造业回归的整体思路，从下面这张图中，我们也可以清晰发现，美国的资本品进口在过去数年中一直强于消费品的进口。从这个角度而言，美国经济也面临着“消费”和“投资”的再平衡。

图 4：美国资本品进口仍然相对强势



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

2025年5月2日

宏观研究报告

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话:(852) 2509-9118 传真:(852) 2509-7793

网址:www.gtjai.com