

国泰银行 | 加州大学洛杉矶分校安德森预测中心



美中经济报告
2025 年9月

關於此報告

國泰銀行委託加州大學洛杉磯分校安德森預報中心製作《美中經濟報告》系列。這份報告以當前會影響美中兩國之間投資和相關經濟事件為主題。

70年來，加州大學洛杉磯分校安德森預報中心一直是分析美國和加州經濟的領先獨立經濟預測機構。

本報告中所包含的預測、預報和其他預測性陳述，是來自加州大學洛杉磯分校安德森預報中心根據目前可獲得的資訊，對美國及中國當前及未來經濟狀況的分析及觀點。這些預測依據業界趨勢與其他因素所作出，且包含了風險、變數與不確定性。此資訊以摘要形式呈現，並非完整資訊。本報告中的資訊不應被視為對您或您的企業採取特定行動的意見或建議，且並未考慮您的特定業務目標、財務狀況或需求。

在此提醒讀者不要過度依賴本報告中的前瞻性陳述。加州大學洛杉磯分校安德森預報中心不負責在本報告日期後，針對非預期事件或情況公開發表對這些前瞻性陳述的任何修訂結果。儘管已謹慎準備預測資訊，實際結果可能有正面或負面的實質差異。預測與假設範例可能因加州大學洛杉磯分校安德森預測中心控制以外的不確定性與偶發事件而受到影響。

關於作者

Jerry Nickelsburg, 資深經濟學家暨名譽總監

Jerry Nickelsburg 於2006年加入加州大學洛杉磯分校的安德森管理學院及安德森預報中心。自2017年起，出任安德森預報中心總監。他也在工商管理碩士課程中教授經濟學，專注企業預測與亞洲經濟。他擁有明尼蘇達大學的經濟博士學位，並曾就讀於維吉尼亞軍校以及喬治華盛頓大學。他在經濟學與公共政策有關的言論獲廣泛發表及引用。

俞偉雄博士(Dr. William Yu),加州大學洛杉磯分校安德森預報中心經濟學家

俞偉雄於2011年以經濟學家的身份加入加州大學洛杉磯分校安德森預報中心。他在預報中心主要負責的領域包括經濟建模、預測與洛杉磯經濟。同時也從事與中國經濟以及其與美國經濟關係的研究與預測。他的研究主要包括時間序列計量經濟學、數據分析、股票、債券、房地產與商品價格動態、人力資本與創新等廣泛的經濟金融議題。



歡迎閱讀國泰銀行 | 加州大學洛杉磯分校安德森預報中心《美中經濟報告》

國泰銀行委託加州大學洛杉磯分校安德森預報中心，製作《美中經濟報告》系列。在這份報告中，預報中心對美中這兩個世界上最大的經濟體，進行了當前和未來前景的經濟分析和預測。

關於加州大學洛杉磯分校安德森預報中心

逾70年以來，預報中心一直是分析美國和加州經濟的領先獨立經濟預測機構。它的年度經濟報告和定期更新報告，重點在於當前影響美中之間投資動向和相關經濟事件的話題。

關於國泰銀行

1962年，為服務洛杉磯日益壯大的華裔社區，國泰銀行應運而生。成立以來，我們協助客人紮根新土地。我們與客人朝著共同目標一起奮鬥，培育並發展我們的社區。我們扶持他們發展企業，代代相傳。

現在，我們是國泰萬通金控 (Cathay General Bancorp, 那斯達克：CATY) 的子公司，在美國的加州、紐約州、華盛頓州、伊利諾州、德州、馬裡蘭州、麻州、內華達州和 新澤西州設有分行。海外方面，我們在香港設有分行，並在北京、上海與台北設有代表處。

60年來我們不忘初心，致力以優質金融服務，協助客人及社區信心滿懷地踏上逐夢之旅。

我們預期此報告的見解，能為您在作出有關個人、企業或社區的決策時，帶來寶貴的參考價值。

新经济秩序： 美国关税壁垒与中国经济失衡

经济学家 俞伟雄
资深经济学家暨名誉总监 Jerry Nickelsburg

加州大学洛杉矶分校安德森预测中心
2025年9月

自特朗普政府于4月2日宣布「解放日」关税政策以来，美国与其贸易伙伴经历了一段动荡不安的时期，特征是政策的突然转向、暂时性停顿，以及持续的不确定性。在为期90天的过渡期内，美国对所有进口商品统一征收10%的全球关税；而在8月初，新的对等关税税率最终敲定并正式实施。这些税率依各国与美国的双边贸易失衡程度及谈判结果而异，具体例子如下：英国、澳洲与新加坡为10%；欧盟、日本、韩国、以色列与土耳其为15%；马来西亚、泰国、菲律宾、印尼与柬埔寨为19%；台湾与越南为20%。

在所有国家中，中国的税率最高，总关税高达55%，其中包括25%的《301条款》关税、20%根据《国际紧急经济权力法》¹ (IEEPA) 所征收的合成鸦片相关关税，以及10%的对等关税（该税率目前在双方延长至2025年11月的暂时协议下仍持续生效）。中国政府已对美国进口商品提高关税作为回应，但其反补贴税反制措施整体而言相对温和。更重要的是，中国的产业政策已进一步加大对可替代进口产品的技术研发与投资，以降低对美国商品的依赖。目前，美中谈判焦点已转向非关税贸易壁垒的议题。

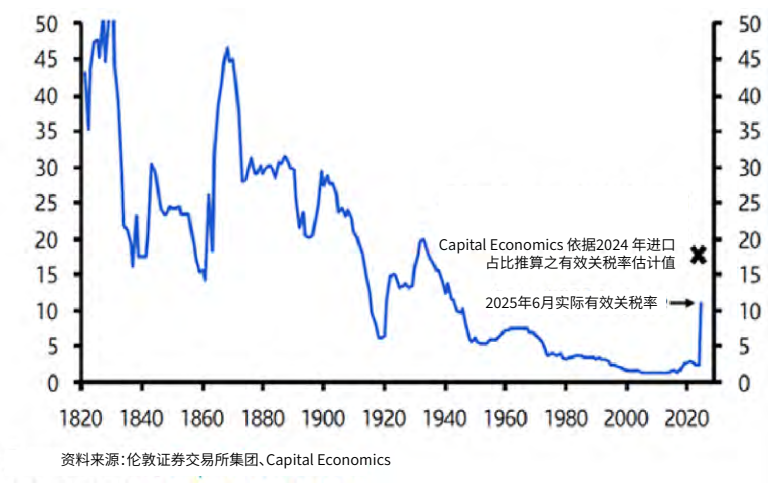
如图一所示，美国的「有效关税税率」（定义为关税总收入除以进口商品总额）已大幅上升，近月已达约10%，并预计随着8月新对

等关税的实施而攀升至15%。尽管如此，大多数主要贸易伙伴仍避免采取报复性措施，中国是唯一的例外。若非如此，全球经济可能已面临更严重的冲击。这些关税行动反映出全球经贸战略正在从冷战后的自由贸易模式，转向类似战前时期的新重商主义贸易体制²。这一转变预计将延续至本届政府任期之外，因为两党许多决策者可能会将关税视为不仅是产业政策的工具，也是抑制长期贸易与财政赤字的重要手段。此外，关税收入每年可能超过3,000亿美元，成为颇具吸引力的新财源，进一步减轻财政赤字压力。

然而，相关政策也面临法律挑战。就在市场逐渐适应新关税现实之际，上诉法院推翻了特朗普政府全球关税框架中的关键部分——特别是基于《国际紧急经济权力法》(IEEPA) 的条款，并将案件提交至最高法院审理。最高法院的裁决预计将于今年晚些时候出炉。若该政策遭推翻，可能引发新一轮的不确定性，届时政府将不得不寻找其他法律手段来重启其贸易议程。尽管如此，整体政策方向并未改变：关税极有可能在可预见的未来继续成为美国经济战略的核心手段。如图二所示，包含关税政策及其他经济政策在内的经济政策不确定性指数，已从4月的历史高点460降至8月的233，但与历史标准相比仍处于高位。

1. 《国际紧急经济权力法》(International Emergency Economic Powers Act, 简称IEEPA)，于1977年颁布。
2. 新重商主义的观点认为，贸易赤字对一国经济有害，因为赤字必须透过资产出售来弥补；因此，政策应当致力于促进货物与服务贸易的平衡，甚至追求贸易顺差。

图一、美国近两个世纪的有效关税率



图二、美国月度经济政策不确定性指数

联储会经济数据库



关税的影响

图三显示了截至 7 月,美国对主要贸易伙伴所实施的有效关税税率。中国受到的影响最为严重,有效关税率为 38%;日本次之,为 14%。值得注意的是,墨西哥与加拿大的有效关税率显著偏低,均低于 5%,这与其名义关税(分别为 25% 与 35%)形成鲜明对比。这种差异主要是因为两国的大部分出口商品符合《美墨加协定》(1)》(1)》(USMCA)的免税条件,得以免关税进入美国市场。

关税税率的差异反映了两项关键趋势。首先,尽管特朗普政府的关税政策旨在促使制造业回流美国,但对许多企业而言,将生产近岸外包至墨西哥和加拿大仍是一个具有吸引力的替代方案。然而,这一策略的风险在 2026 年起可能增高,因为届时《美墨加协定》将面临重新谈判。其次,美中之间不断升级的战略竞争与国家安全紧张局势,正在加速全球经济脱钩以及降低供应链风险的进程。这也解释了为何中国仍承受着最高的关税压力。尽管美中之间的贸易谈判在美方设定的 11 月 10 日期限前仍在进行中,但不论短期内是否达成协议,美国对中国商品的高额关税很可能将继续维持不变。

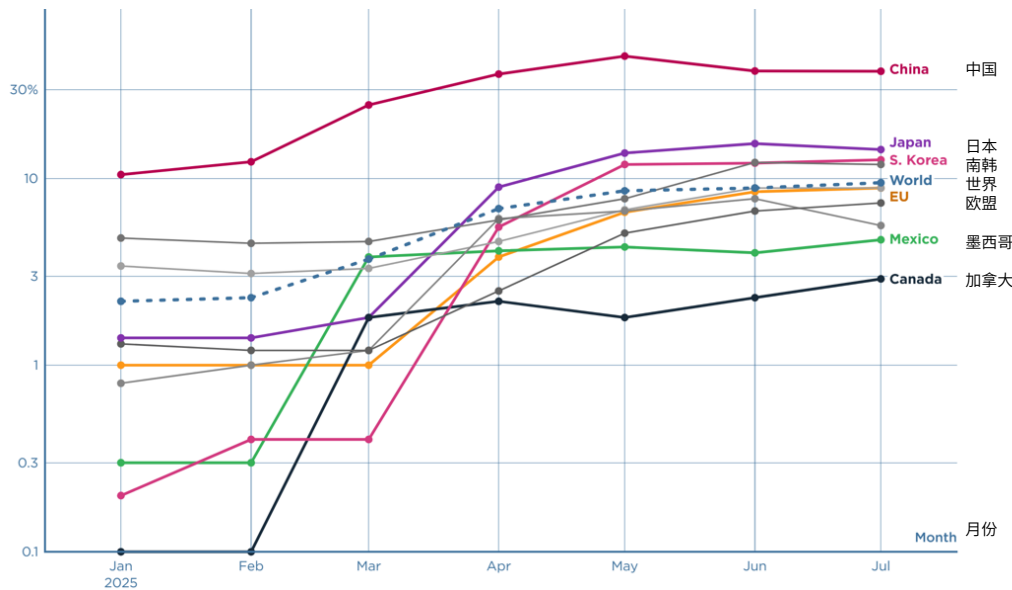
美国致力于降低对中国为中心的供应链依赖,其中一项重要信号便是新近实施的40%转运惩罚性关税。该关税政策适用范围广泛,但特别针对越南、马来西亚、泰国、印尼及阿拉伯联合酋

长国等国家。这些经济体越来越被视为中国出口产品试图绕过关税的中间转运地。若美国有意在未来将中国的关税水平正常化,使之与其他国家一致,就没有必要在这些转运路径上征收如此高的惩罚性关税。此项政策的针对性表明,美国即使面对经过转运的中国原产商品,仍将其视为贸易战略中的核心关切。

图四显示截至 6 月,美国进口商品在不同产业中受到关税影响的情况。左侧的柱状图反映 2024 年前半年的进口额,右侧则为 2025 年同期的数据。令人意外的是,总进口额同比增长了 14%。这一看似矛盾的现象可用“前置进口”(frontloading)来解释:许多进口商为了避免未来更高的关税,在新税率生效前提前出货。钢铁产品、汽车与汽车零件是例外类别。钢铁进口下降了 12%,汽车相关进口则下降了 8%。这些商品因受制于《贸易扩张法》第 232 条 (1) Section 232) 关税,且已于 3 月和 4 月全面实施,因此几乎没有提前出货的空间。

展望未来,制药与半导体两大产业也预计将被纳入1962年《贸易扩张法》第232条的范畴。该法授权总统以国家安全理由征收关税。对这两个产业的计划是逐步提高关税,以便留出时间供外国直接投资与国内制造能力的建立。为了维持供应链的连续性并减少干扰,预计那些积极在美国境内建设生产设施的外国制造商将可豁免未来的232条关税。整体而言,这些关税措施预计将降低进口量,并促进国内生产的扩张。

图三、美国对主要国家的有效关税率



资料来源:彼得森国际经济研究所、美国国际贸易委员会数据库

图四、美国2024年与2025年前半年商品进口额比较



资料来源:美国人口普查局

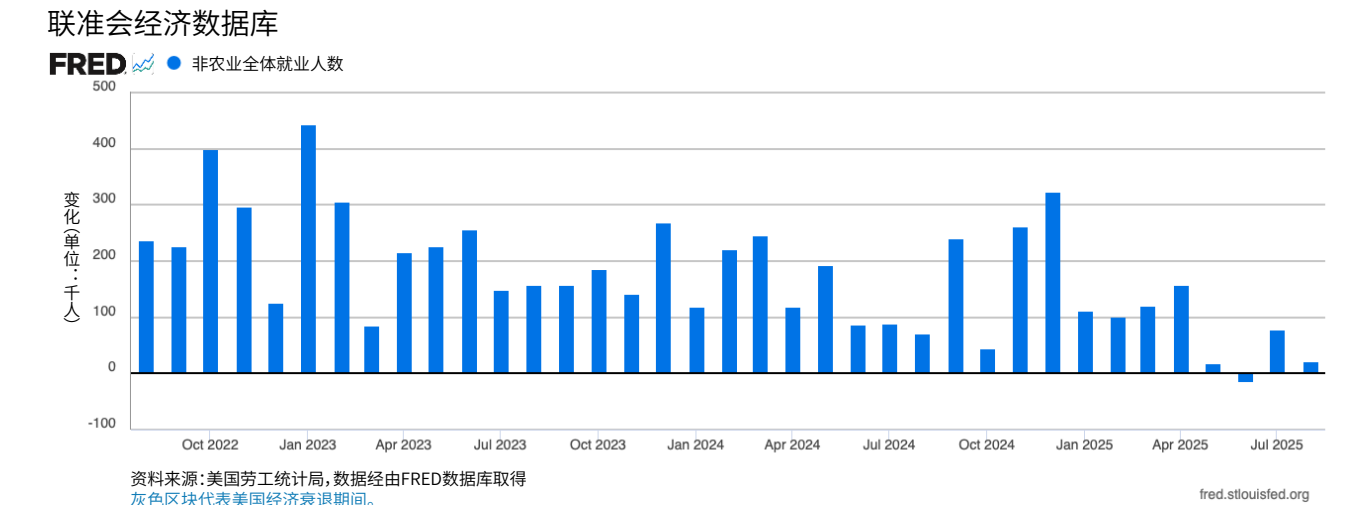


美国经济与展望

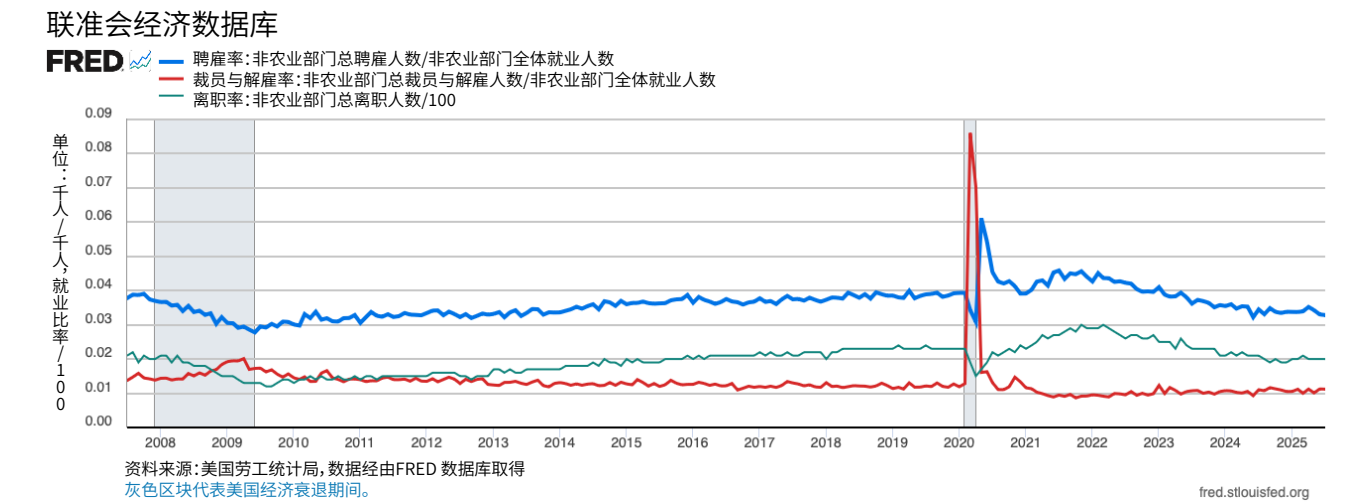
我们的预测与 2025 年 4 月发布的年度报告一致:美国在短期内的增长正因高关税、遣返政策的不确定性以及联邦支出削减而放缓。然而,随着时间推移,去管制化、由人工智能推动的投资与生产力提升、外国直接投资增加、制造业回流以及减税等因素,预计将在 2027 年前后支撑更强劲的经济增长。若需更深入的美经济展望分析,可参阅我们同事 Clement Bohr 于 6 月发表的文章“A Tariffing Amount of Uncertainty³”,以及他将于 10 月 1 日发表的美经济报告“A Summer of Inflection Points”。此报告将聚焦于利率与货币政策。

目前,联储局正面临一项两难抉择:在 9 月联邦公开市场委员会(FOMC)会议宣布降息 25 个基点后,是否应该持续降息以支撑疲弱的劳动市场,还是应该暂停降息以对抗不断升温的通胀?图五显示了非农就业人数的月度变化。2025 年 8 月,美国仅新增 22,000 个就业岗位——这是一个令人失望的数字,且这已是连续第四个月的疲弱表现。尽管如此,劳动市场的动态性比表面上看起来更为复杂。同月,共有 530 万名新聘员工,约占总就业人口的 3.2%(见图六蓝线);同时,有 2% 的劳工选择离职(绿线),1% 被裁员(红线)。与历史标准相比,目前的疲弱主要体现在雇佣率上,该数值已降至 2014 年以来的最低水平。导致招聘放缓的原因可能包括:(1)与关税相关的不确定性;(2)人

图五、非农就业人数的月度变化



图六、雇佣率、裁员率与离职率

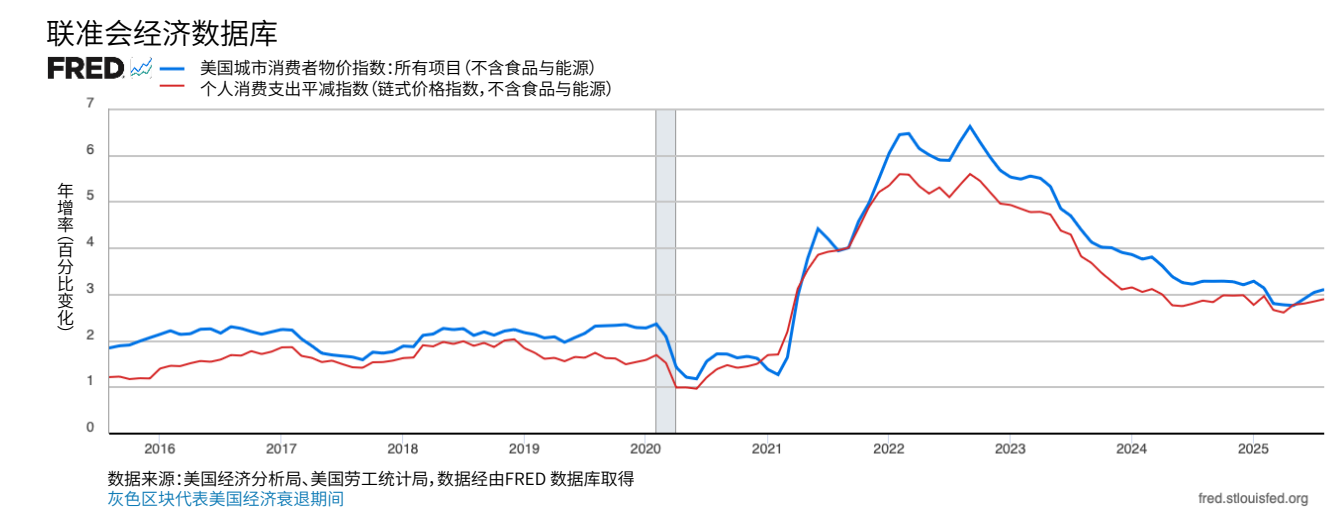


工智能导入带来的结构性冲击;(3) 高利率对企业信心与投资的抑制。此外, 遣返行动及其威胁对劳动力市场造成的干扰, 也使这一情况变得更加复杂。

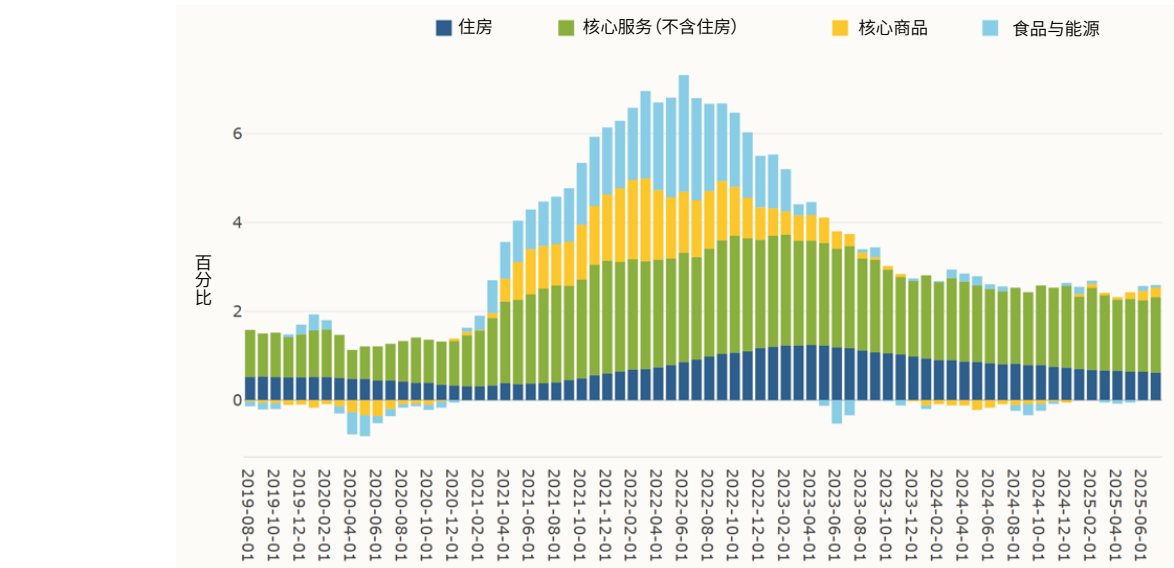
图七显示了过去三个月两项核心通胀指标均出现上升趋势。核心消费者物价指数通胀率(Core CPI Inflation)在3月至6月期间一度低于3%, 但目前已回升至3%以上。若联邦储备局选择持续降息, 则可能进一步推升通胀压力。然而, 主席鲍威尔(Jerome Powell)在最近的杰克森霍尔(Jackson Hole)演说中强调, 关税较可能造成一次性物价水平上升, 而非推动通胀率持续攀升。

图八将2019年以来的同比通胀拆解为四大主要构成项目: 住房(深蓝色, 主要为租金)、扣除住房后的核心服务(绿色)、商品(黄色)、以及食品与能源(浅蓝色)。过去两年推动通胀的主要因素一直是住房与服务价格, 而商品价格的影响相对有限。近期, 受关税影响, 商品通胀略有上升, 未来一年可能进一步推高价格。即便如此, 其潜在影响预计仅为个人消费支出物价指数(PCE)水平上升约1至2个百分点, 而不会引发持续性的通胀飙升。

图七、核心消费者物价指数(CPI)与个人消费支出(PCE)同比通胀率



图八、年度整体个人消费支出(PCE)通胀率的构成



资料来源: 旧金山联邦储备银行

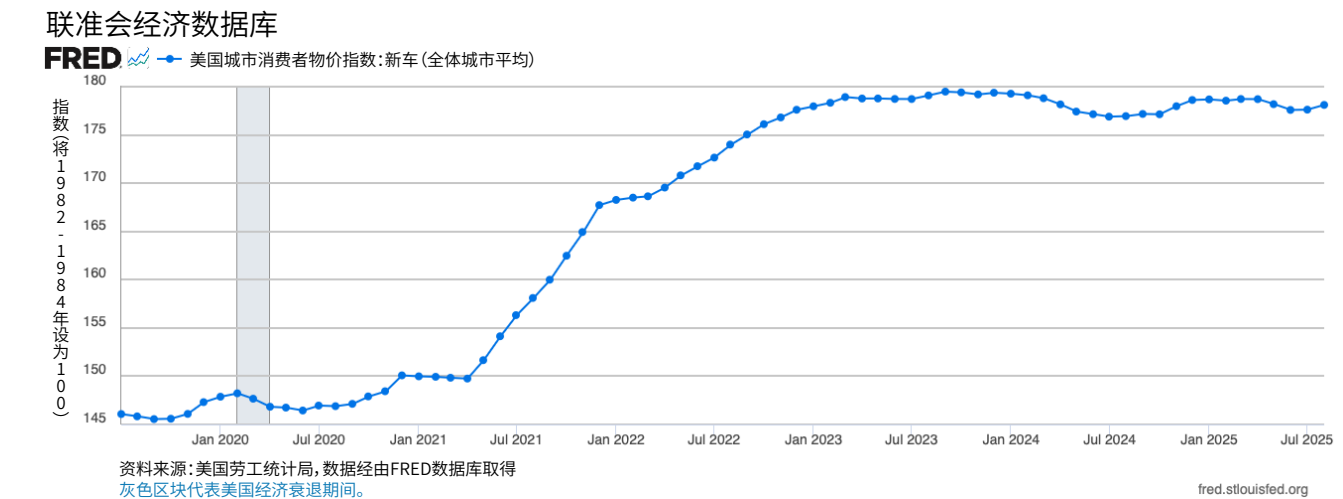
接下来,我们关注那些已因《贸易扩张法》第 232 条关税(于去年 3 月和 4 月实施)而进口量下降的产品。图九显示了钢铁产品的国内生产者物价指数。2 月至 8 月期间,钢价上涨了 9%,美元汇率则贬值 6%,两者合计仍远低于名义 50% 的关税水平。目前名目钢价似乎已趋于稳定。同时,以美元计价、并排除关税成本的钢铁进口价格指数下降了 6%。另一方面,国内钢铁产量增加了 3%。这显示至少 35% 的关税成本由外国钢铁生产商承担,另有 15% 由美国消费者承担。钢铁产能过剩对当前价格产生了下行压力,但中国等地的边际生产商最终将不得不削减产量,以避免持续亏损。

图十显示了新车的国内消费者物价指数(CPI),自 2 月以来整体保持相对平稳。这说明外国制造商与进口商正在主动吸收关税带来的额外成本,而非将其完全转嫁给消费者。这背后的原因可能是他们希望维持在美国市场的占有率,即使这意味着压缩利润或清空关税前累积的库存。与钢铁市场类似,最终边际产品将退出市场,价格也会随之上升。在这两种情况下,价格上涨都将刺激国内制造业的扩张。

图九、美国铁与钢铁产品国内生产者物价指数



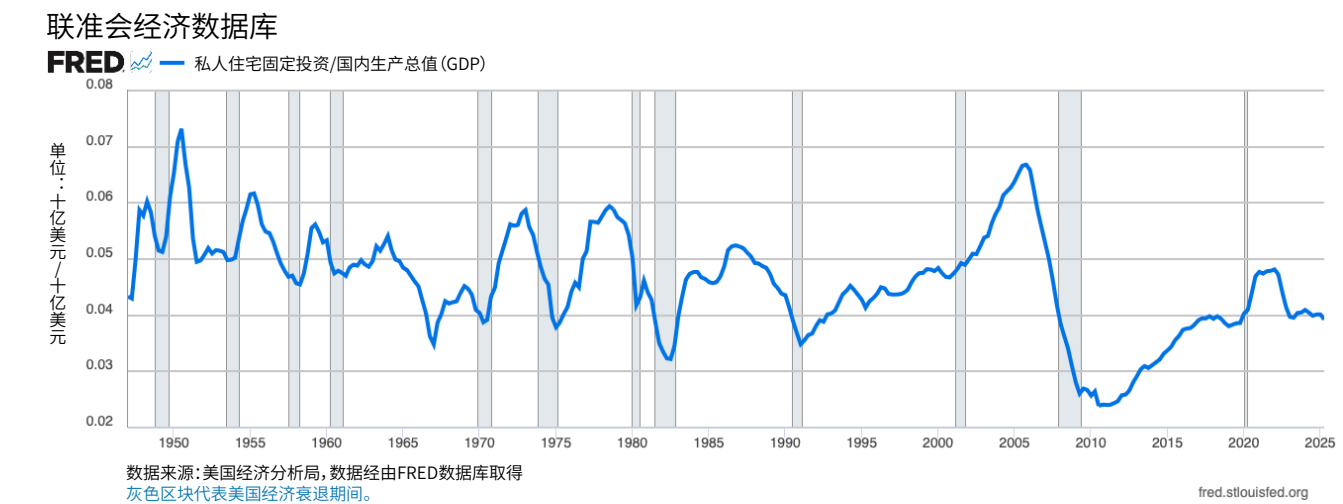
图十、美国新车消费者物价指数



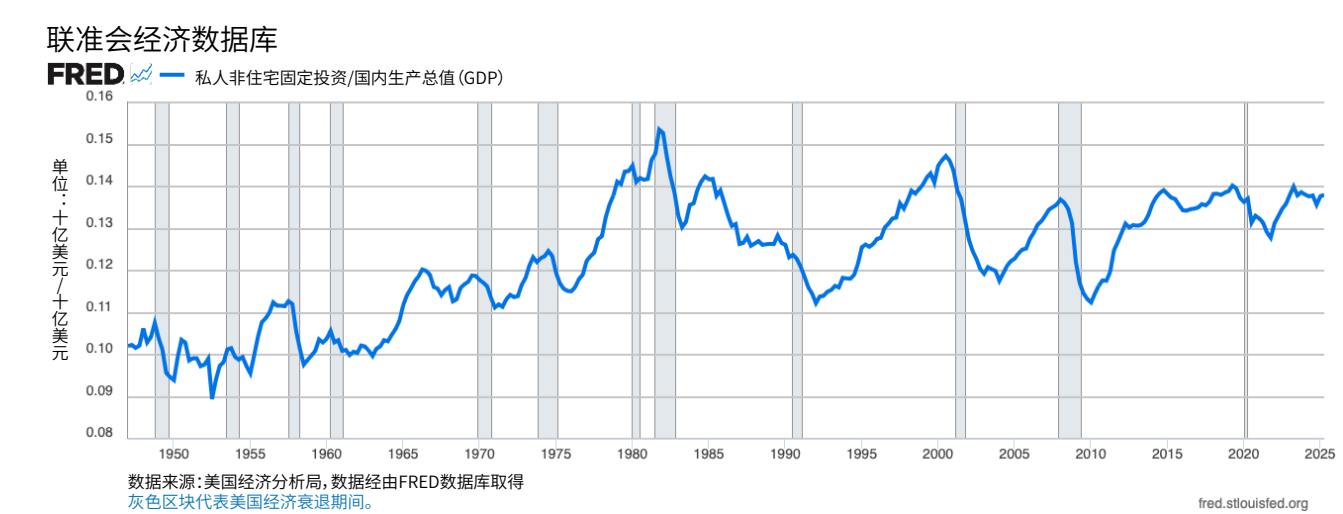
图十一显示了住宅投资占国内生产总值(GDP)的比例,目前约为4%,这在历史标准下属于相对偏低的水平。由于借贷成本高企,过去一年整体建筑支出已出现下降。与此同时,另一类投资正在支撑经济,即便面临高利率与关税不确定性等逆风依然保持强劲。图十二显示了非住宅固定资产投资占GDP的比重,目前已处于历史高位,其中相当大一部分增长来自于人工智能(AI)相关支出。一个显著的例子是办公楼建设支出,该数字已达到约1,050亿美元的历史新高。这看似与商用不动产市场因高利率与远端工作持续而疲弱的现况相矛盾,但事实上,大部分支出属于数据中心基础设施。若再加上AI芯片与相关设备的投入,2025年AI相关资本投资总额可能额外增加2,000亿美元。

与此同时,企业税后利润仍维持在历史高位,总额达 3.3 万亿美元,约占 GDP 的 10%~11%。这表明美国企业,尤其是大型科技公司,拥有充足的资金与流动性来支持大规模的 AI 投资。像 OpenAI、xAI、Google、Meta、Amazon、Apple 与 Microsoft 等公司,都充分认识到 AI 的变革潜力,并决心在这场技术竞赛中不落人后。基于这种战略必要性与财务实力,我们预期 AI 投资在可预见的未来将持续强劲增长。

图十一、私人住宅固定资产投资占国内生产总值 (GDP) 之比例



图十二、私人非住宅固定资产投资占国内生产总值 (GDP) 之比例



中国经济与展望

如图三所示，中国是特朗普关税浪潮中受影响最严重的国家，即便近期出现了降温迹象与贸易谈判进展，情况依然如此。这一影响在图十三中表现得尤为明显：美国自中国进口额从 1 月的 420 亿美元暴跌至 6 月的 190 亿美元，7 月略有回升至 260 亿美元。即使不考虑过去二十年的通胀因素，进口总额仍已降至自 2005 年以来的最低水平。

面对美方的关税压力，中国加速扩张其制造业产能与出口引擎。截至 2025 年第二季度，中国的固定资产投资占 GDP 的比重依然高达 42%，尽管房地产市场已经崩盘。作为对比，美国 2025 年的经济以人工智能投资热潮为特色，非住宅投资仅占 14%（见图十二），住宅投资则为 4%（见图十一）。这一对比突显出中国经济结构失衡且高度依赖投资的本质。2025 年 8 月，中国制造业投资同比增长 5%。为了支撑不断扩大的产业基础并提供低成本能源，中国同时大举投资于电力基础设施，同月该领域的投资同比增长 19%。

图十四呈现了全球三大经济体的长期发电趋势。数据显示，中国的发电量正快速增长，而火力发电厂贡献了这一增长的大部分。2025 年 7 月，中国在煤炭开采方面的投资同比增长 13%。这种产能扩张使中国得以在美国关税、内需疲软以及房地产泡沫破裂后的衰退压力下，避免陷入更深层次的经济衰退，同时也打造出极具竞争力的出口机器。然而，若美国与欧盟这两大主要贸易伙伴的需求未出现显著增长，这种产能扩张最终可能导致设备与产能过剩，而这在历史上往往是深度衰退的前兆。

为了避免短期内出现经济衰退，中国积极扩大对南亚与东南亚国家的出口。图十五追踪了中国每月名目商品进出口数据。尽

管对美出口大幅下滑，中国的总出口额依然保持强劲。此外，中国的贸易顺差占出口比重持续上升，从 2019 年的 15% 提高至 2025 年的 30%，回到 2015 年的高峰（见图十六）。其中部分原因在于，中国正逐步提升产业价值链地位，尤其是在电动车领域。

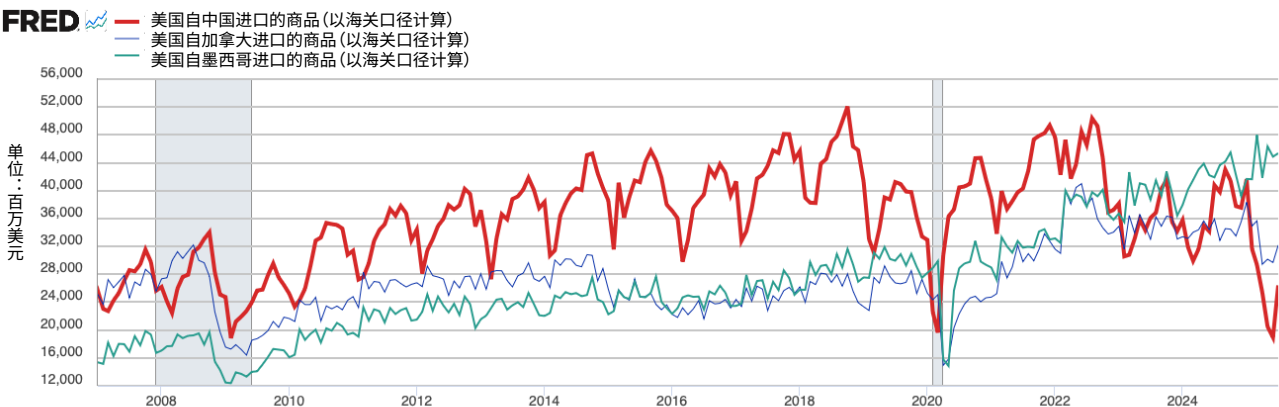
然而，更重要的是，中国的进口并未出现增长。通常情况下，进口会随着家庭收入的提升而增加，但中国家庭对经济前景的不确定感使得消费信心低迷。因此，中国经济的增长（或缺乏增长）并非由消费驱动，而是严重依赖投资与政府支出。7 月的中共中央政治局会议以及习近平主席的表态均指出刺激消费的必要性，但实际政策方向仍偏向货币与财政刺激，以及更激进的出口策略。

正如我们在先前报告中所讨论的，加州大学洛杉矶分校安德森预测中心建立了一个替代模型来估算中国 GDP 增长，该模型使用了四项关键指标：能源消费：2.5%、二氧化碳排放量：2.1%、贸易总额（出口 + 进口）：2.4%、房价增长：-10%。根据 2024 年与 2025 年上半年数据，该模型估计 2025 年上半年中国实际 GDP 增长率约为 2%（见图十七），远低于官方公布的 5.3%。由此可见，产能扩张掩盖了中国经济中存在的结构性弱点与不平衡。

中国这种高投资、产能驱动的出口模式或许在短期内仍能运作，但债务水平不断上升的事实发出警讯，表明该模式从长期来看难以持续。除了未来制造业泡沫可能破裂的风险之外，全球社会还必须面对一个关键问题：在中国新重商主义式的出口战略下，各国是否会容许本国制造业持续萎缩？

图十三、美国自三大主要贸易伙伴的月度商品进口额

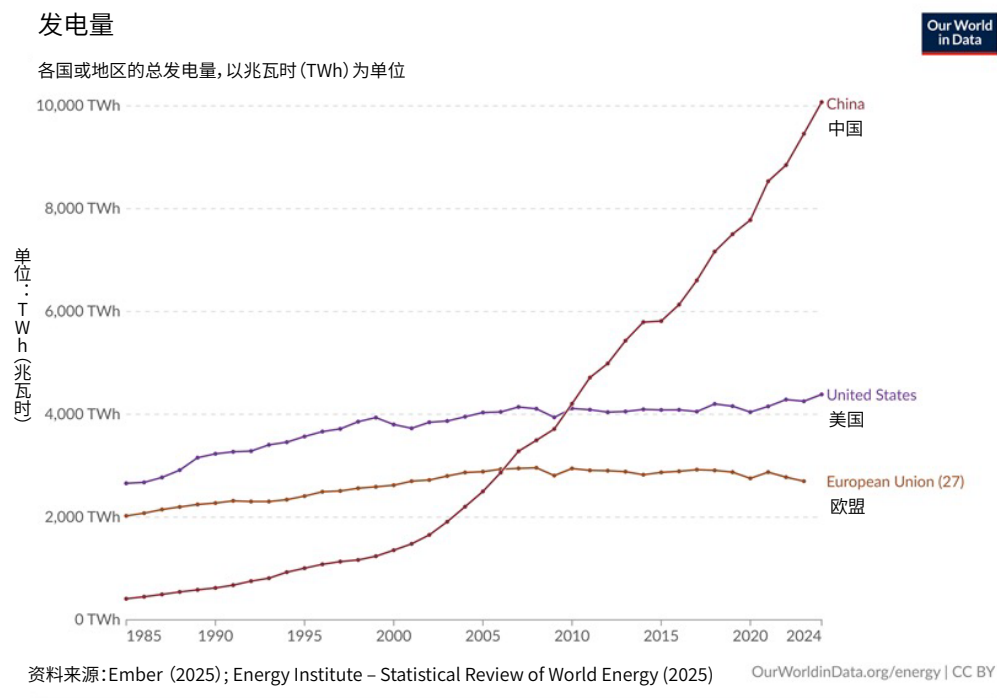
联准会经济数据库



资料来源：美国经济分析局、美国人口普查局，数据经由FRED数据库取得
灰色区块代表美国经济衰退期间

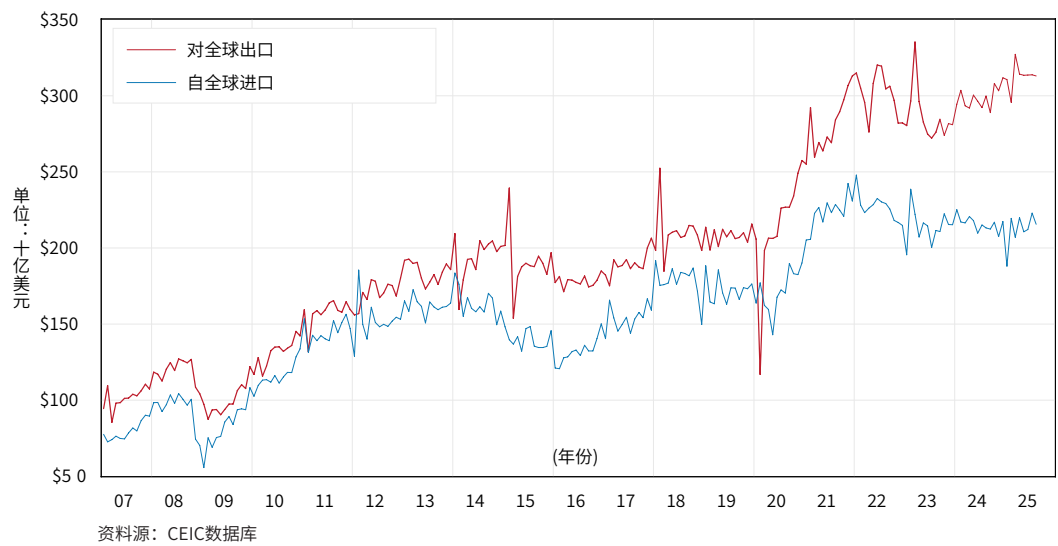
fred.stlouisfed.org

图十四、中国、美国与欧盟的发电量比较

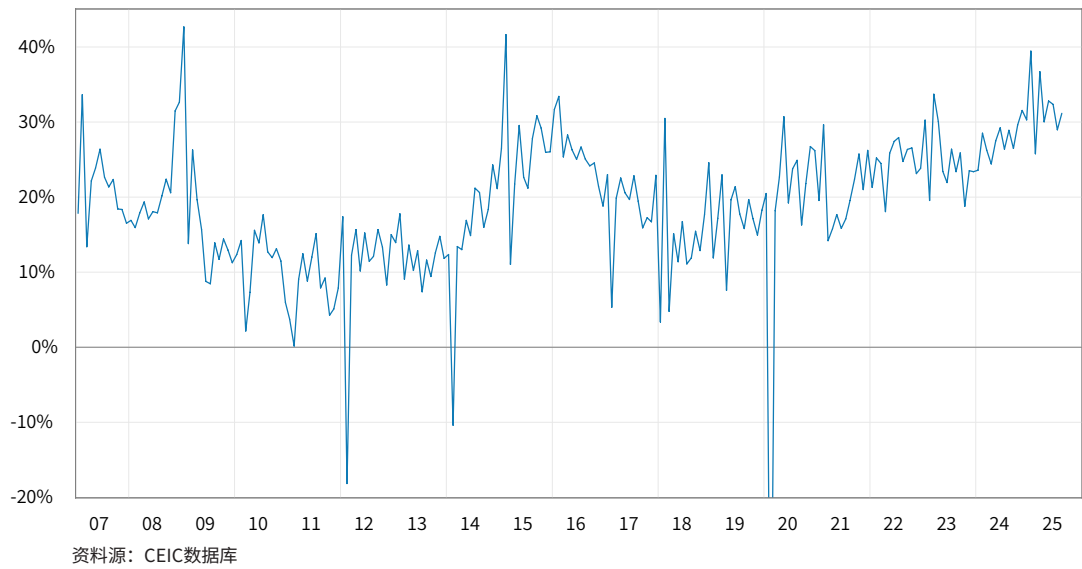


注1. 瓦时 (Wh): 指一瓦的功率持续一小时所输出的能量。由于 1 瓦等于每秒 1 焦耳, 因此 1 瓦时相当于 3,600 焦耳的能量。
千瓦时 (kWh): 一千瓦时
百万瓦时 (MWh): 一百万瓦时
十亿瓦时 (GWh): 十亿瓦时
兆瓦时 (TWh): 一兆瓦时

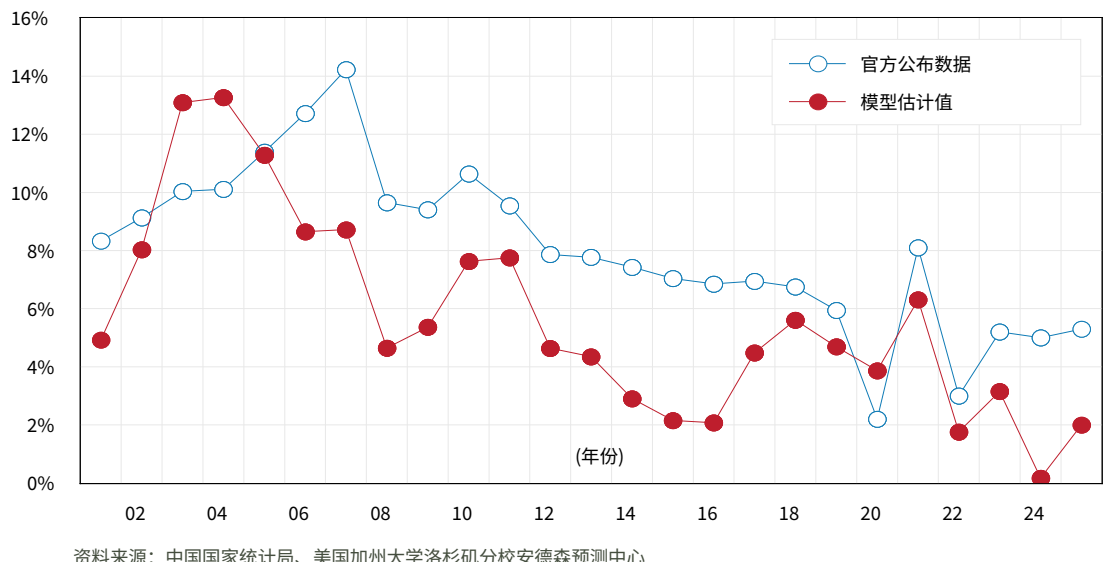
图十五、中国与全球商品月度进出口额



图十六、中国贸易顺差占出口比重



图十七、中国国内生产总值(GDP)增长率:官方数据与安德森预测模型估计比较



结论

尽管自上一次报告以来，美中经济关系的整体前景并未出现重大变化，但经济脱钩的加速以及不确定性的升高，已为参与两国之间贸易与金融活动的各方带来了更多挑战。在美国，围绕关税、遣返政策与政策走向的不确定性导致GDP增长乏力并加剧

了通胀压力。在中国，建设、制造产能与债务结构的不平衡仍是其经济面临的主要挑战。两国决策者将如何应对这些问题仍存在高度不确定性。我们的判断是，中国企业所拥有的制造业产能将逐渐转移至其他国家，而美中之间的贸易与金融关系有望在未来数年内达成新的均衡。然而，双方经济体系向根本性不同的经济结构调整的过程，必然伴随一定的成本与冲击。



国泰银行 | 加州大学洛杉矶分校安德森预测中心



美中经济报告
2025 年9月

CATHAY BANK

777 North Broadway
Los Angeles, CA 90012
Phone: 800.922.8429

www.cathaybank.com

UCLA ANDERSON FORECAST

110 Westwood Plaza Gold Hall
Suite B305
Los Angeles, CA 90095
Phone: 310.825.1623
Fax: 310.206.9940

www.uclaforecast.com
forecast@anderson.ucla.edu

For more information on this report, call 310.825.1623,
email forecast@anderson.ucla.edu, or visit our website at
www.uclaforecast.com.

Copyright © 2025 UCLA Anderson Forecast. All rights reserved

UCLA

Anderson
School of Management