

國泰銀行 | 加州大學洛杉磯分校安德森預測中心



美中經濟報告
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。

新經濟秩序： 美國關稅壁壘與中國經濟失衡

經濟學家 俞偉雄
資深經濟學家暨名譽總監 Jerry Nickelsburg

加州大學洛杉磯分校安德森預測中心
2025年9月

自川普政府於4月2日宣布「解放日」關稅政策以來，美國與其貿易夥伴經歷了一段動盪不安的時期，特徵是政策的突然轉向、暫時性停頓，以及持續的不確定性。在為期90天的過渡期內，美國對所有進口商品統一徵收10%的全球關稅；而在8月初，新的對等關稅稅率最終敲定並正式實施。這些稅率依各國與美國的雙邊貿易失衡程度及談判結果而異，具體例子如下：英國、澳洲與新加坡為10%；歐盟、日本、南韓、以色列與土耳其為15%；馬來西亞、泰國、菲律賓、印尼與柬埔寨為19%；台灣與越南為20%。

在所有國家中，中國的稅率最高，總關稅高達55%，其中包括25%的《301條款》關稅、20%根據《國際緊急經濟權力法》¹（IEEPA）所徵收的合成鴉片相關關稅，以及10%的對等關稅（該稅率目前在雙方延長至2025年11月的暫時協議下仍持續生效）。中國政府已對美國進口商品提高關稅作為回應，但其反補貼稅反制措施整體而言相對溫和。更重要的是，中國的產業政策已進一步加大對可替代進口產品的技術研發與投資，以降低對美國商品的依賴。目前，美中談判焦點已轉向非關稅貿易壁壘的議題。

如圖一所示，美國的「有效關稅率」（定義為關稅總收入除以進口商品總額）已大幅上升，近月已達約10%，並預計隨著8月新對

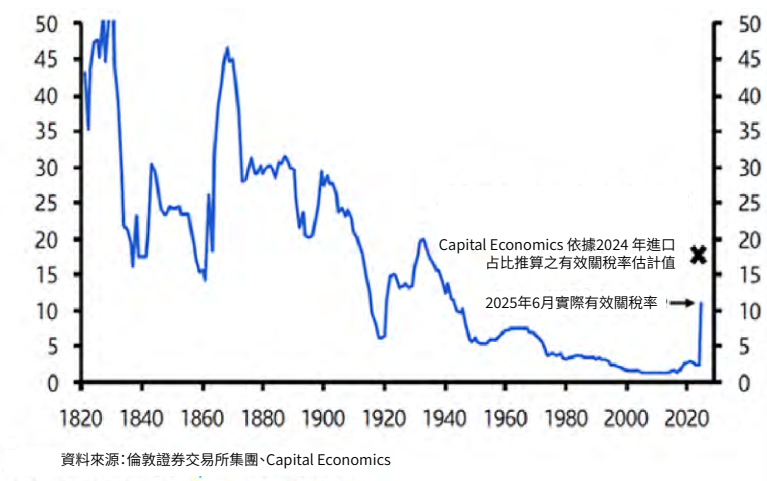
等關稅的實施而攀升至15%。儘管如此，大多數主要貿易夥伴仍避免採取報復性措施，中國是唯一的例外。若非如此，全球經濟可能已面臨更嚴重的衝擊。這些關稅行動反映出全球經貿戰略正在從冷戰後的自由貿易模式，轉向類似戰前時期的新重商主義貿易體制²。這一轉變預計將延續至本屆政府任期之外，因為兩黨許多決策者可能會將關稅視為不僅是產業政策的工具，也是抑制長期貿易與財政赤字的重要手段。此外，關稅收入每年可能超過3,000億美元，成為頗具吸引力的新財源，進一步減輕財政赤字壓力。

然而，相關政策也面臨法律挑戰。就在市場逐漸適應新關稅現實之際，上訴法院推翻了川普政府全球關稅框架中的關鍵部分——特別是基於《國際緊急經濟權力法》（IEEPA）的條款，並將案件提交至最高法院審理。最高法院的裁決預計將於今年稍晚出爐。若該政策遭推翻，可能引發新一輪的不確定性，屆時政府將不得不尋找其他法律手段來重啟其貿易議程。儘管如此，整體政策方向並未改變：關稅極有可能在可預見的未來繼續成為美國經濟戰略的核心手段。如圖二所示，包含關稅政策及其他經濟政策在內的經濟政策不確定性指數，已從4月的歷史高點460降至8月的233，但與歷史標準相比仍處於高位。

1. 《國際緊急經濟權力法》（International Emergency Economic Powers Act，簡稱 IEEPA），於 1977 年頒布。

2. 新重商主義的觀點認為，貿易赤字對一國經濟有害，因為赤字必須透過資產出售來彌補；因此，政策應當致力於促進貨物與服務貿易的平衡，甚至追求貿易順差。

圖一、美國近兩個世紀的有效關稅率



圖二、美國月度經濟政策不確定性指數

聯準會經濟資料庫

FRED 美國經濟政策不確定性指數



關稅的影響

圖三顯示了截至 7 月，美國對主要貿易夥伴所實施的有效關稅稅率。中國受到的影響最為嚴重，有效關稅率約為 38%；日本次之，為 14%。值得注意的是，墨西哥與加拿大的有效關稅率顯著偏低，均低於 5%，這與其名義關稅（分別為 25% 與 35%）形成鮮明對比。這種差異主要是因為兩國的大部分出口商品符合《美墨加協定》(USMCA) 的免稅條件，得以免關稅進入美國市場。

關稅稅率的差異反映了兩項關鍵趨勢。首先，儘管川普政府的關稅政策旨在促使製造業回流美國，但對許多企業而言，將生產近岸外包至墨西哥和加拿大仍是一個具有吸引力的替代方案。然而，這一策略的風險在 2026 年起可能增高，因為屆時《美墨加協定》將面臨重新談判。其次，美中之間不斷升級的戰略競爭與國家安全緊張局勢，正在加速全球經濟脫鉤以及降低供應鏈風險的進程。這也解釋了為何中國仍承受著最高的關稅壓力。儘管美中之間的貿易談判在美方設定的 11 月 10 日期限前仍在進行中，但不論短期內是否達成協議，美國對中國商品的高額關稅很可能將繼續維持不變。

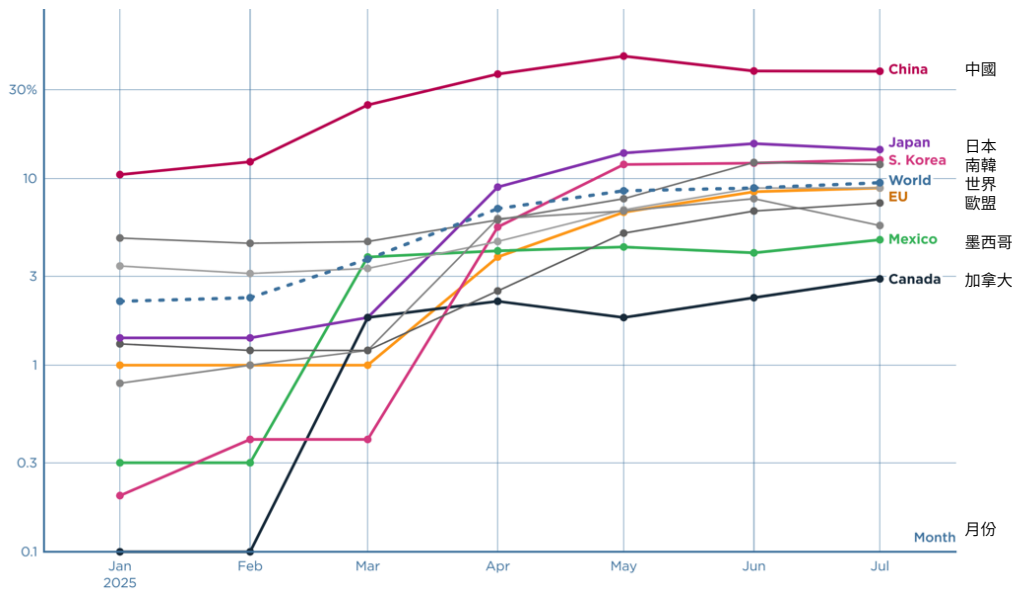
美國致力於降低對中國為中心的供應鏈依賴，其中一項重要信號便是新近實施的 40% 轉運懲罰性關稅。該關稅政策適用範圍廣泛，但特別針對越南、馬來西亞、泰國、印尼及阿拉伯聯合大公

國等國家。這些經濟體越來越被視為中國出口產品試圖繞過關稅的中間轉運地。若美國有意在未來將中國的關稅水準正常化，使之與其他國家一致，就沒有必要在這些轉運路徑上徵收如此高的懲罰性關稅。此項政策的針對性表明，美國即使面對經過轉運的中國原產商品，仍將其視為貿易戰略中的核心關切。

圖四顯示截至 6 月，美國進口商品在不同產業中受到關稅影響的情況。左側的柱狀圖反映 2024 年前半年的進口額，右側則為 2025 年同期的數據。令人意外的是，總進口額同比成長了 14%。這一看似矛盾的現象可用「前置進口」(frontloading) 來解釋：許多進口商為了避免未來更高的關稅，在新稅率生效前提前出貨。鋼鐵產品、汽車與汽車零件是例外類別。鋼鐵進口下降了 12%，汽車相關進口則下降了 8%。這些商品因受制於《貿易擴張法》第 232 條 (Section 232) 關稅，且已於 3 月和 4 月全面實施，因此幾乎沒有提前出貨的空間。

展望未來，製藥與半導體兩大產業也預計將被納入 1962 年《貿易擴張法》第 232 條的範疇。該法授權總統以國家安全理由徵收關稅。對這兩個產業的計畫是逐步提高關稅，以便留出時間供外國直接投資與國內製造能力的建立。為了維持供應鏈的連續性並減少干擾，預計那些積極在美國境內建設生產設施的外國製造商將可豁免未來的 232 條關稅。整體而言，這些關稅措施預計將降低進口量，並促進國內生產的擴張。

圖三、美國對主要國家的有效關稅率



資料來源：彼得森國際經濟研究所、美國國際貿易委員會資料庫

圖四、美國2024 年與 2025 年前半年商品進口額比較



資料來源:美國人口普查局

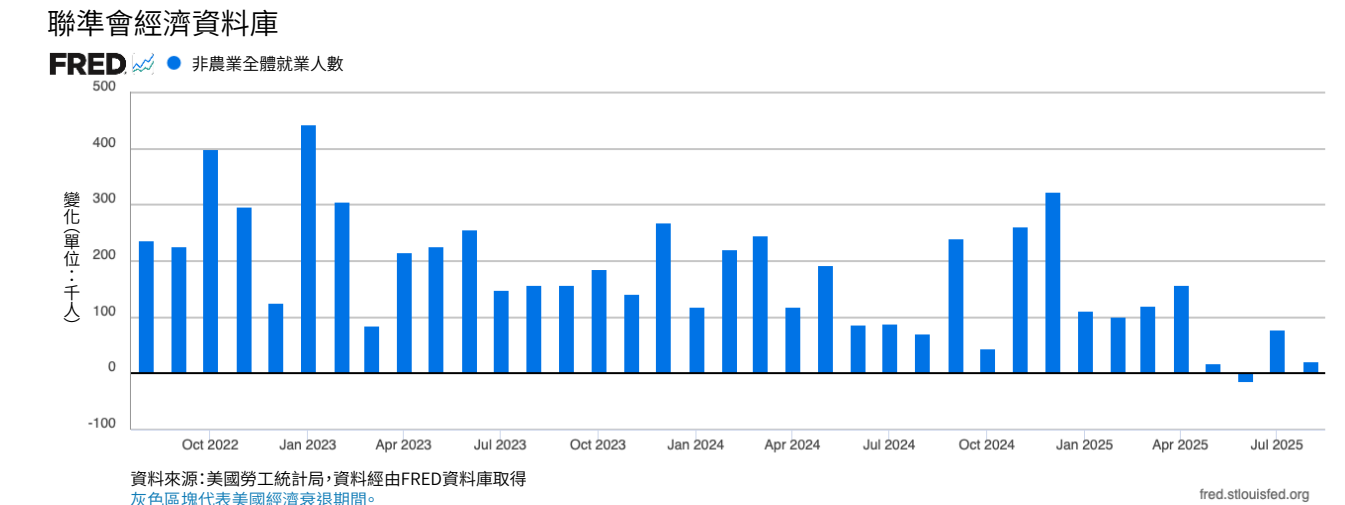


美國經濟與展望

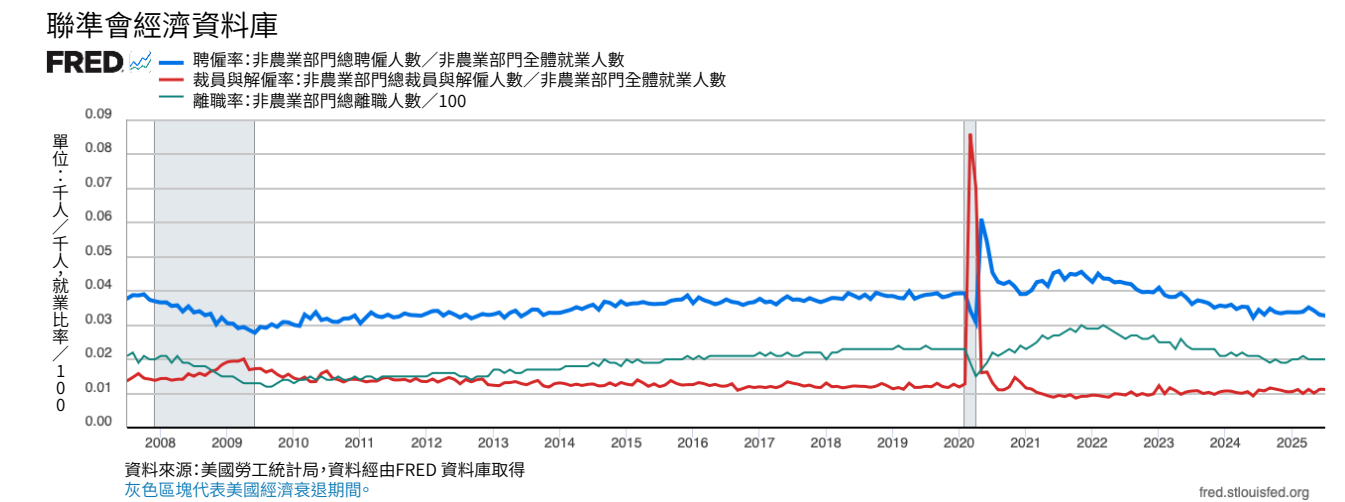
我們的預測與 2025 年 4 月發布的年度報告一致：美國經濟在短期內的增長正因高關稅、遣返政策的不確定性以及聯邦支出削減而放緩。然而，隨著時間推移，去管制化、由人工智慧推動的投資與生產力提升、外國直接投資增加、製造業回流以及減稅等因素，預計將在 2027 年前後支撐更強勁的經濟增長。若需更深入的美國經濟展望分析，可參閱我們同事 Clement Bohr 於 6 月發表的文章“A Tariffing Amount of Uncertainty”，以及他將於 10 月 1 日發表的美國經濟報告“A Summer of Inflection Points”。此報告將聚焦於利率與貨幣政策。

目前，聯邦儲備局正面臨一項兩難抉擇：在 9 月聯邦公開市場委員會 (FOMC) 會議宣布降息 25 個基點後，是否應該持續降息以支撐疲弱的勞動市場，還是應該暫停降息以對抗不斷升溫的通膨？圖五顯示了非農就業人數的月度變化。2025 年 8 月，美國僅新增 22,000 個就業職位——這是一個令人失望的數字，且這已是連續第四個月的疲弱表現。儘管如此，勞動市場的動態性比表面上看起來更為複雜。同月，共有 530 萬名新聘員工，約占總就業人口的 3.2% (見圖六藍線)；同時，有 2% 的勞工選擇離職 (綠線)，1% 被裁員 (紅線)。與歷史標準相比，目前的疲弱主要體現在聘僱率上，該數值已降至 2014 年以來的最低水準。導致招聘放緩的原因可能包括：(1) 與關稅相關的不確定性；(2) 人工智慧導入帶來的結構性衝擊；(3) 高利率對企業信心與投資的

圖五、非農就業人數的月度變化



圖六、聘僱率、裁員率與離職率

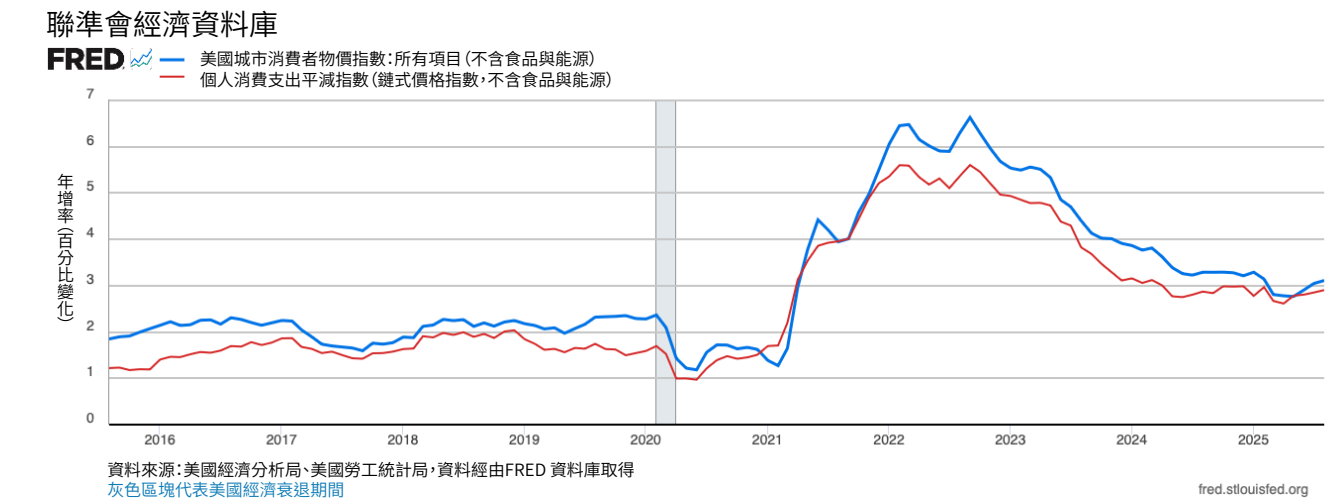


抑制。此外，這返行動及其威脅對勞動力市場造成的干擾，也使這一情況變得更加複雜。

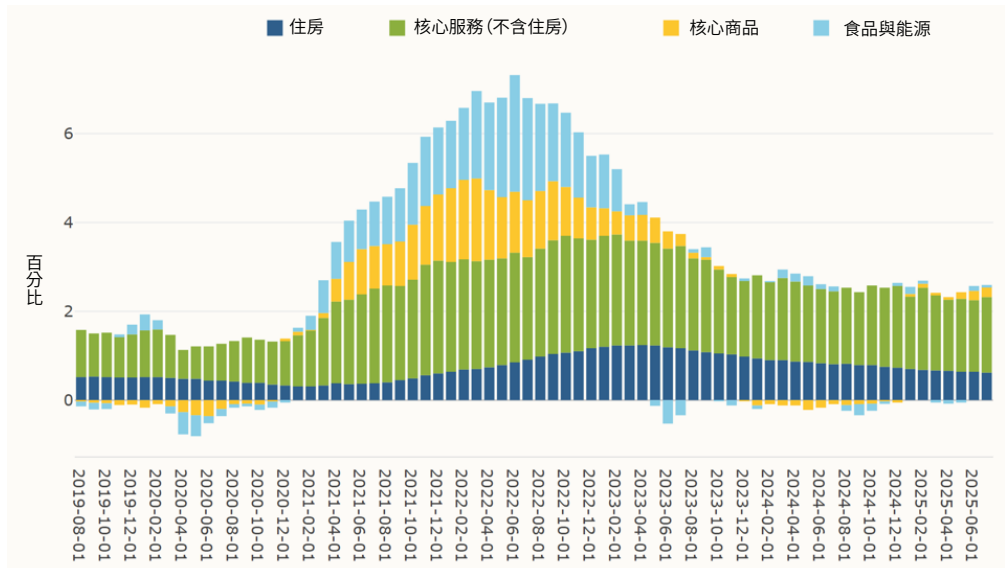
圖七顯示了過去三個月兩項核心通膨指標均出現上升趨勢。核心消費者物價指數通膨率(Core CPI Inflation)在 3 月至 6 月期間一度低於 3%，但目前已回升至 3% 以上。若聯邦儲備局選擇持續降息，則可能進一步推升通膨壓力。然而，主席鮑威爾(Jerome Powell)在最近的傑克森霍爾(Jackson Hole)演說中強調，關稅較可能造成一次性物價水準上升，而非推動通膨率持續攀升。

圖八將 2019 年以來的同比通膨拆解為四大主要構成項目：住房(深藍色，主要為租金)、扣除住房後的核心服務(綠色)、商品(黃色)、以及食品與能源(淺藍色)。過去兩年推動通膨的主要因素一直是住房與服務價格，而商品價格的影響相對有限。近期，受關稅影響，商品通膨略有上升，未來一年可能進一步推高價格。即便如此，其潛在影響預計僅為個人消費支出物價指數(PCE)水準上升約 1 至 2 個百分點，而不會引發持續性的通膨飆升。

圖七、核心消費者物價指數(CPI)與個人消費支出(PCE)同比通膨率



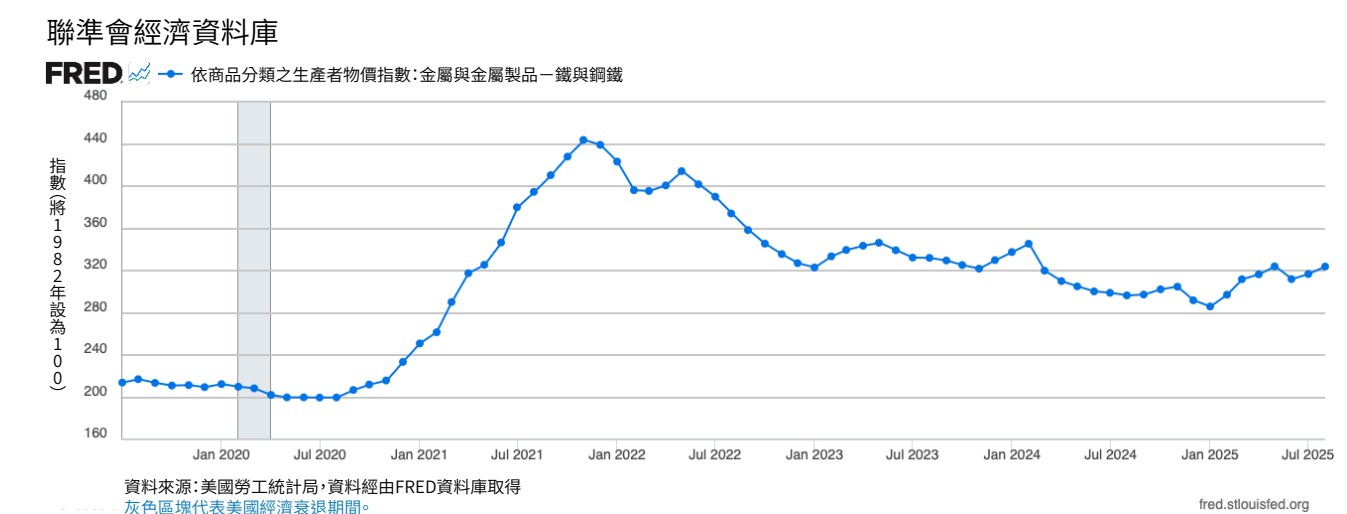
圖八、年度整體個人消費支出(PCE)通膨率的構成



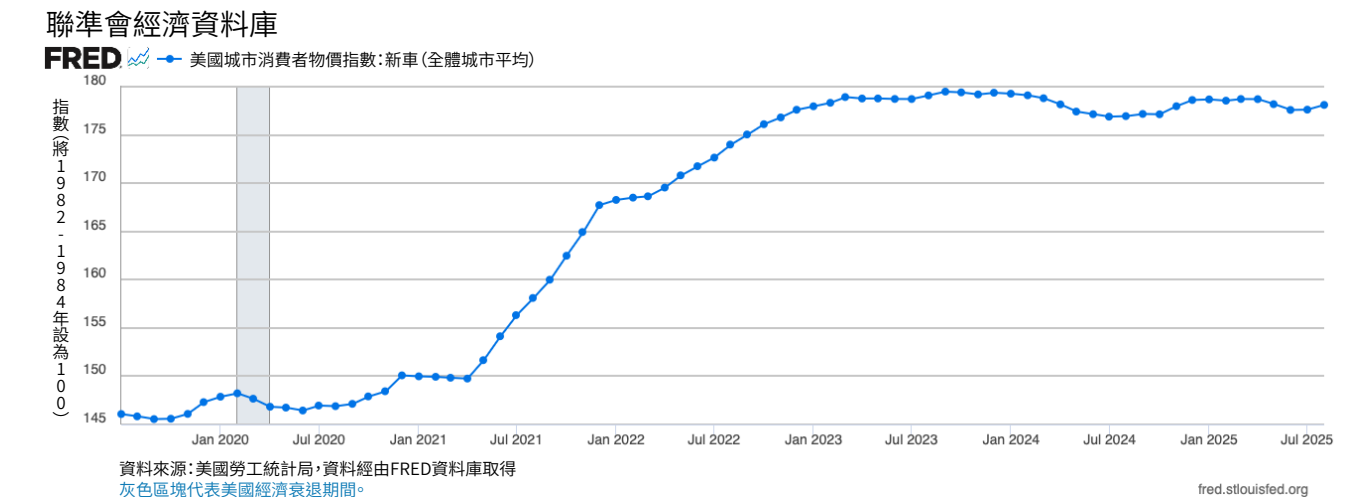
接下來，我們關注那些已因《貿易擴張法》第 232 條關稅（於去年 3 月和 4 月實施）而進口量下降的產品。圖九顯示了鋼鐵產品的國內生產者物價指數。2 月至 8 月期間，鋼價上漲了 9%，美元匯率則貶值 6%，兩者合計仍遠低於名義 50% 的關稅水準。目前名目鋼價似乎已趨於穩定。同時，以美元計價、並排除關稅成本的鋼鐵進口價格指數下降了 6%。另一方面，國內鋼鐵產量增加了 3%。這顯示至少 35% 的關稅成本由外國鋼鐵生產商承擔，另有 15% 由美國消費者承擔。鋼鐵產能過剩對當前價格產生了下行壓力，但中國等地的邊際生產商最終將不得不削減產量，以避免持續虧損。

圖十顯示了新車的國內消費者物價指數（CPI），自 2 月以來整體保持相對平穩。這說明外國製造商與進口商正在主動吸收關稅帶來的額外成本，而非將其完全轉嫁給消費者。這背後的原因可能是他們希望維持在美國市場的占有率，即使這意味著壓縮利潤或清空關稅前累積的庫存。與鋼鐵市場類似，最終邊際產品將退出市場，價格也會隨之上升。在這兩種情況下，價格上漲都將刺激國內製造業的擴張。

圖九、美國鐵與鋼鐵產品國內生產者物價指數



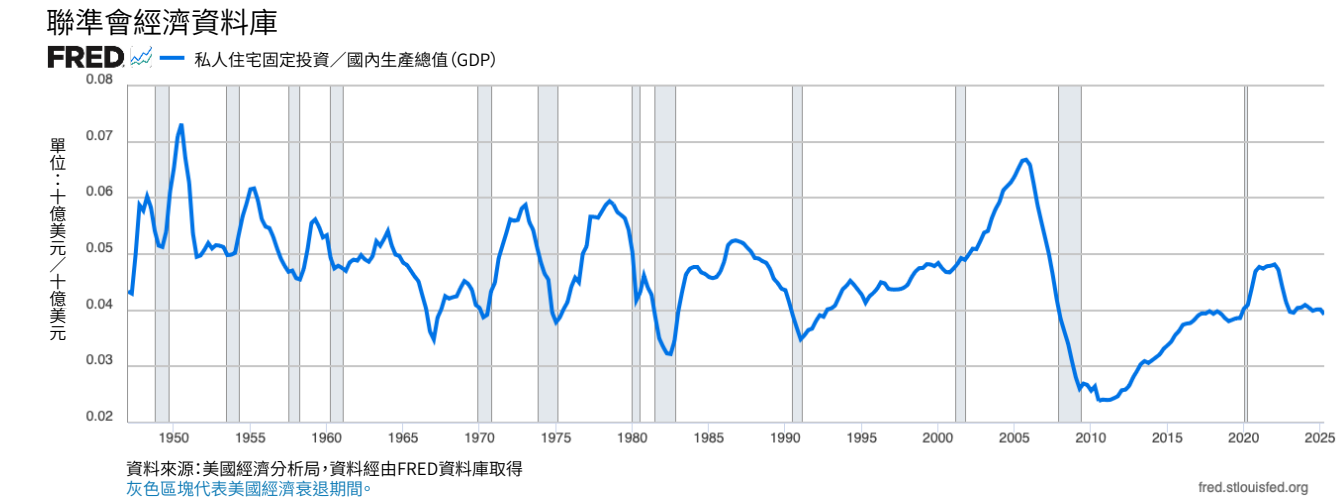
圖十、美國新車消費者物價指數



圖十一顯示了住宅投資占國內生產總值(GDP)的比例,目前約為4%,這在歷史標準下屬於相對偏低的水準。由於借貸成本高企,過去一年整體建築支出已出現下降。與此同時,另一類投資正在支撐經濟,即便面臨高利率與關稅不確定性等逆風依然保持強勁。圖十二顯示了非住宅固定投資占 GDP 的比重,目前已處於歷史高位,其中相當大一部分增長來自於人工智慧 (AI) 相關支出。一個顯著的例子是辦公樓建設支出,該數字已達到約 1,050 億美元的歷史新高。這看似與商用不動產市場因高利率與遠端工作持續而疲弱的現況相矛盾,但事實上,大部分支出屬於資料中心基礎設施。若再加上 AI 晶片與相關設備的投入,2025 年 AI 相關資本投資總額可能額外增加 2,000 億美元。

與此同時,企業稅後利潤仍維持在歷史高位,總額達 3.3 兆美元,約占 GDP 的 10%~11%。這表明美國企業,尤其是大型科技公司,擁有充足的資金與流動性來支持大規模的 AI 投資。像 OpenAI、xAI、Google、Meta、Amazon、Apple 與 Microsoft 等公司,都充分認識到 AI 的變革潛力,並決心在這場技術競賽中不落人後。基於這種戰略必要性與財務實力,我們預期 AI 投資在可預見的未來將持續強勁增長。

圖十一、私人住宅固定投資占國內生產總值 (GDP) 之比例



圖十二、私人非住宅固定投資占國內生產總值 (GDP) 之比例



中國經濟與展望

如圖三所示，中國是川普關稅浪潮中受影響最嚴重的國家，即便近期出現了降溫跡象與貿易談判進展，情況依然如此。這一影響在圖十三中表現得尤為明顯：美國自中國進口額從 1 月的 420 億美元暴跌至 6 月的 190 億美元，7 月略有回升至 260 億美元。即使不考慮過去二十年的通膨因素，進口總額仍已降至自 2005 年以來的最低水準。

面對美方的關稅壓力，中國加速擴張其製造業產能與出口引擎。截至 2025 年第二季，中國的固定投資占 GDP 的比重依然高達 42%，儘管房地產市場已經崩盤。作為對比，美國 2025 年的經濟以人工智慧投資熱潮為特色，非住宅投資僅占 14%（見圖十二），住宅投資則為 4%（見圖十一）。這一對比突顯出中國經濟結構失衡且高度依賴投資的本質。2025 年 8 月，中國製造業投資年增率為 5%。為了支撐不斷擴大的產業基礎並提供低成本能源，中國同時大舉投資於電力基礎設施，同月該領域的投資年增率達 19%。

圖十四呈現了全球三大經濟體的長期發電趨勢。數據顯示，中國的發電量正快速增長，而火力發電廠貢獻了這一增長的大部分。2025 年 7 月，中國在煤炭開採方面的投資年增率達 13%。這種產能擴張使中國得以在美國關稅、內需疲軟以及房地產泡沫破裂後的衰退壓力下，避免陷入更深層次的經濟衰退，同時也打造出極具競爭力的出口機器。然而，若美國與歐盟這兩大主要貿易夥伴的需求未出現顯著增長，這種產能擴張最終可能導致設備與產能過剩，而這在歷史上往往是深度衰退的前兆。

為了避免短期內出現經濟衰退，中國積極擴大對南亞與東南亞國家的出口。圖十五追蹤了中國每月名目商品進出口數據。儘

管對美出口大幅下滑，中國的總出口額依然保持強勁。此外，中國的貿易順差占出口比重持續上升，從 2019 年的 15% 提高至 2025 年的 30%，回到 2015 年的高峰（見圖十六）。其中部分原因在於，中國正逐步提升產業價值鏈地位，尤其是在電動車領域。

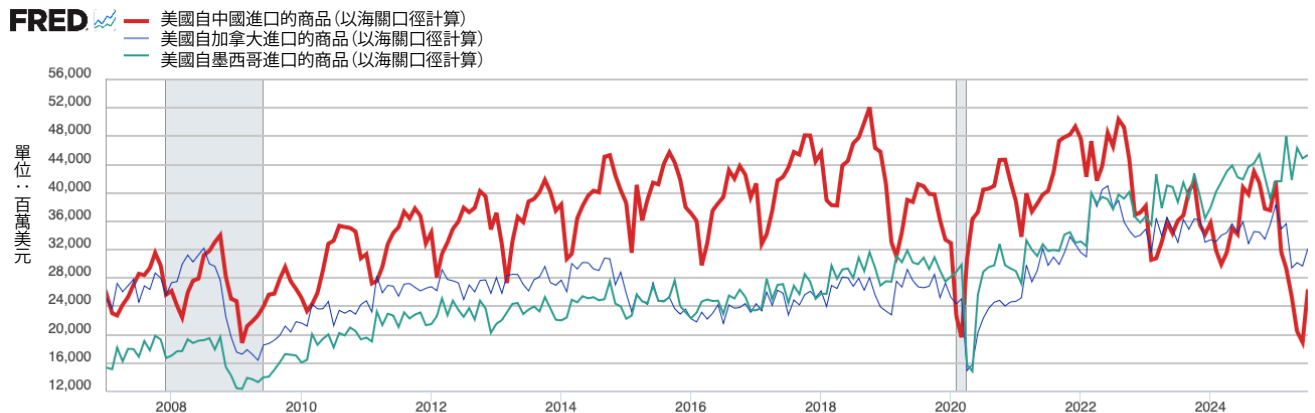
然而，更重要的是，中國的進口並未出現增長。通常情況下，進口會隨著家庭收入的提升而增加，但中國家庭對經濟前景的不確定感使得消費信心低迷。因此，中國經濟的增長（或缺乏增長）並非由消費驅動，而是嚴重依賴投資與政府支出。7 月的中共中央政治局會議以及習近平主席的表態均指出刺激消費的必要性，但實際政策方向仍偏向貨幣與財政刺激，以及更激進的出口策略。

正如我們在先前報告中所討論的，加州大學洛杉磯分校安德森預測中心建立了一個替代模型來估算中國 GDP 增長，該模型使用了四項關鍵指標：能源消費：2.5%、二氧化碳排放量：2.1%、貿易總額（出口 + 進口）：2.4%、房價增長：-10%。根據 2024 年與 2025 年上半年數據，該模型估計 2025 年上半年中國實際 GDP 增長率約為 2%（見圖十七），遠低於官方公布的 5.3%。由此可見，產能擴張掩蓋了中國經濟中存在的結構性弱點與不平衡。

中國這種高投資、產能驅動的出口模式或許在短期內仍能運作，但債務水準不斷上升的事實發出警訊，表明該模式從長期來看難以持續。除了未來製造業泡沫可能破裂的風險之外，全球社會還必須面對一個關鍵問題：在中國新重商主義式的出口戰略下，各國是否會容許本國製造業持續萎縮？

圖十三、美國自三大主要貿易夥伴的月度商品進口額

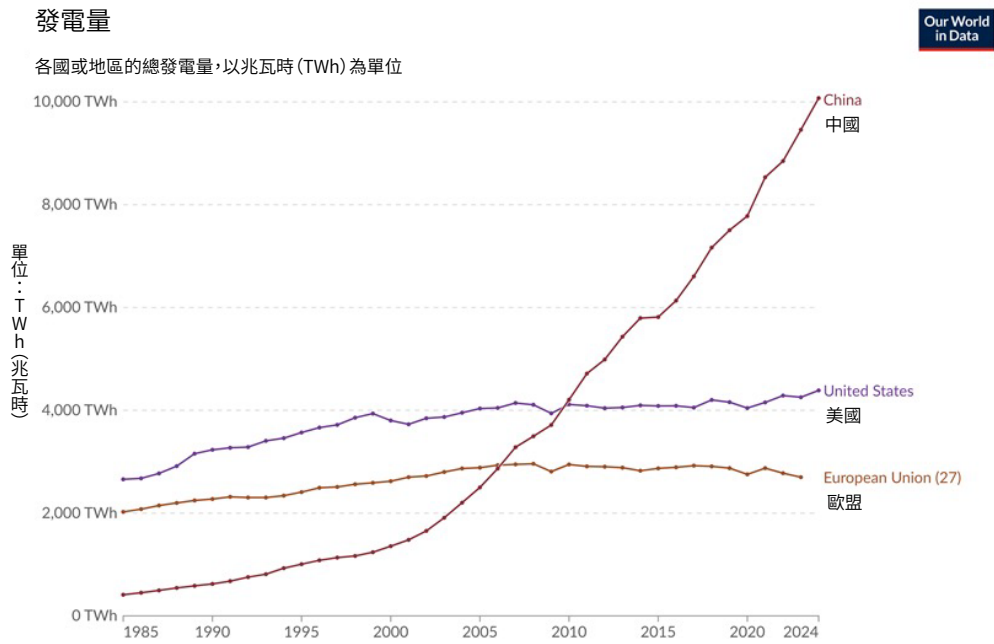
聯準會經濟資料庫



資料來源：美國經濟分析局、美國人口普卹局，資料經由FRED資料庫取得
灰色區塊代表美國經濟衰退期間

fred.stlouisfed.org

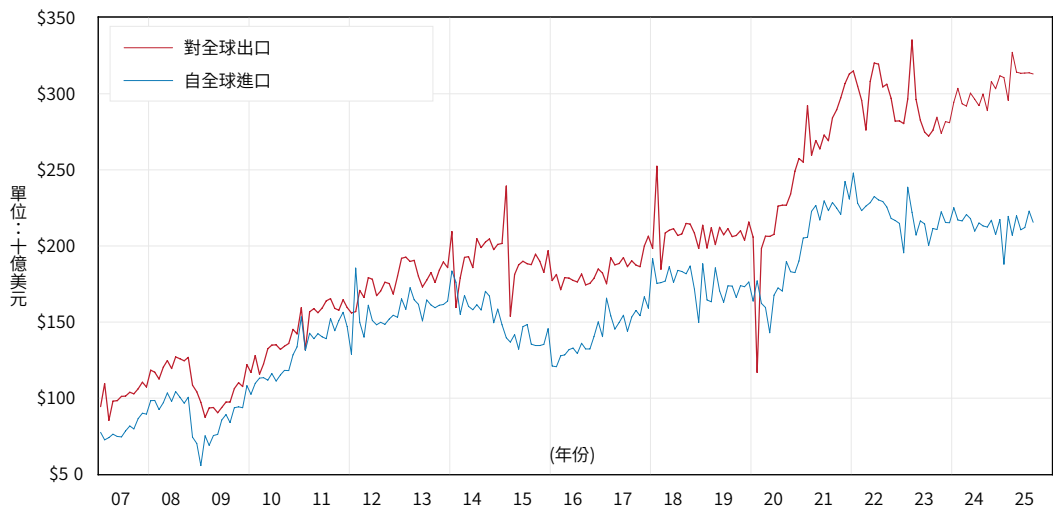
圖十四、中國、美國與歐盟的發電量比較



資料來源：Ember (2025); Energy Institute – Statistical Review of World Energy (2025) OurWorldinData.org/energy | CC BY

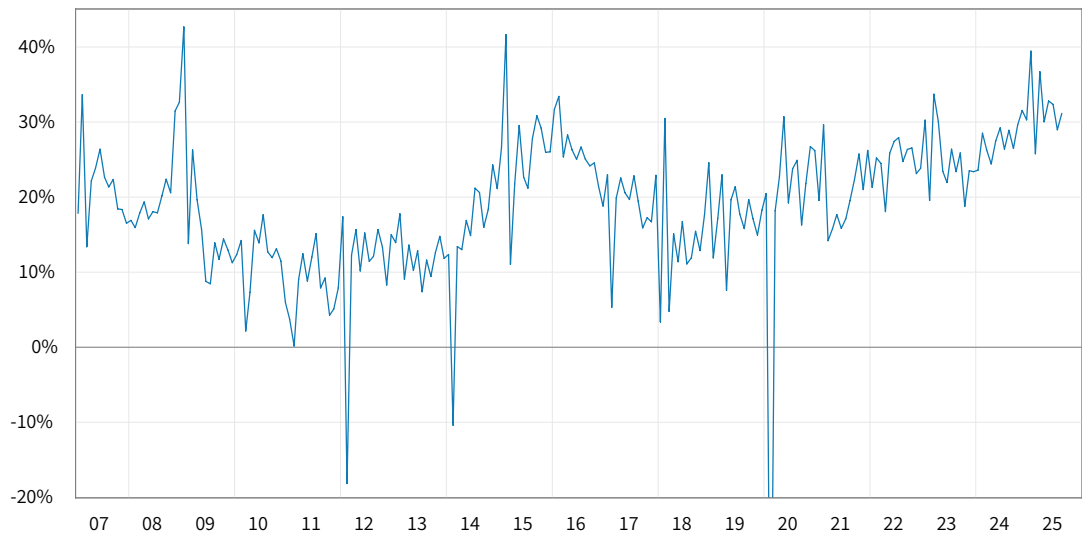
註1. 瓦時 (Wh)：指一瓦的功率持續一小時所輸出的能量。由於 1 瓦等於每秒 1 焦耳，因此 1 瓦時相當於 3,600 焦耳的能量。
千瓦時 (kWh)：一千瓦時
百萬瓦時 (MWh)：一百萬瓦時
十億瓦時 (GWh)：十億瓦時
兆瓦時 (TWh)：一兆瓦時

圖十五、中國與全球商品月度進出口額



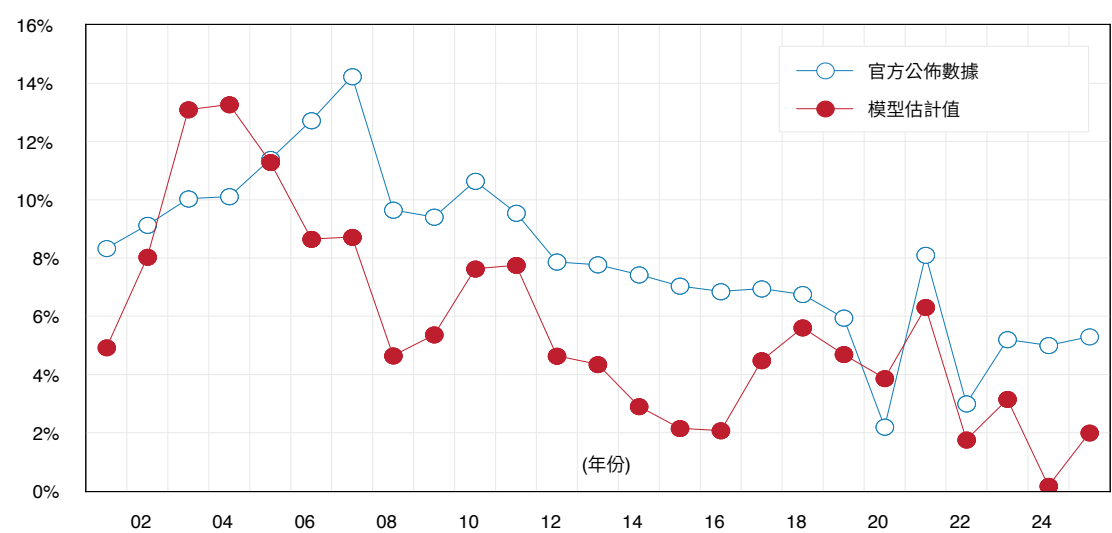
資料來源：CEIC資料庫

圖十六、中國貿易順差占出口比重



資料來源：CEIC資料庫

圖十七、中國國內生產總值(GDP)增長率：官方數據與安德森預測模型估計比較



資料來源：中國國家統計局、美國加州大學洛杉磯分校安德森預測中心

結論

儘管自上一次報告以來，美中經濟關係的整體前景並未出現重大變化，但經濟脫鉤的加速以及不確定性的升高，已為參與兩國之間貿易與金融活動的各方帶來了更多挑戰。在美國，圍繞關稅、遣返政策與政策走向的不確定性導致GDP 增長乏力並加劇

了通膨壓力。在中國，建設、製造產能與債務結構的不平衡仍是其經濟面臨的主要挑戰。兩國決策者將如何應對這些問題仍存在高度不確定性。我們的判斷是，中國企業所擁有的製造業產能將逐漸轉移至其他國家，而美中之間的貿易與金融關係有望在未來數年內達成新的均衡。然而，雙方經濟體系向根本性不同的經濟結構調整的過程，必然伴隨一定的成本與衝擊。



國泰銀行 | 加州大學洛杉磯分校安德森預測中心



美中經濟報告
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