

国泰银行 | 加州大学洛杉矶分校安德森预测



美中经济报告

2025

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，實際結果可能會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, 加州大學洛杉磯分校安德森預報中心總監

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。

美中经济报告

转型与动荡：

特朗普冲击2.0遇上中国冲击2.0

经济学家俞伟雄
总监Jerry Nickelsburg

加州大学洛杉矶分校安德森预测中心
2025年4月

有句话是如此形容时代的变迁：「有些年代平静无波，而有些星期却浓缩了数十年的改变。」川普第二任期的前十周，正是如此的转折点，其中最具代表性的，莫过于美国贸易政策的深刻转向。在短短三个月内，美国便实施了数轮大规模关税措施：对全球钢铁与铝材进口课征25%关税、对汽车及其零组件课征25%关税、对所有贸易伙伴实施对等关税（税率自10%至49%不等），以及对所有中国进口产品加征高达145%的关税。如此规模与速度的政策变动，在过去百年中前所未见。随之而来的经济不确定性，其程度堪比COVID-19疫情高峰时期，并已反映于每月的经济不确定性指数（见图一）。这既反映了政策调整的急遽与难以预测——这些政策可于短时间内被推翻或撤回——也反映了目前缺乏足够数据来分析这些变化同时发生会造成的影响。在此背景下，股市与消费者信心均出现明显下滑。本报告将深入探讨美国贸易政策转变所可能带来的经济影响。

自2001年中国加入世界贸易组织 (WTO) 以来，便迅速崛起成为全球顶尖的制造与出口大国，其产品涵盖鞋类、玩具、太阳能板至电脑等，并以具竞争力的价格大量涌入国际市场。此一现象常被称为「中国冲击1.0」，对许多发达国家的制造业造成严重冲击，导致工厂关闭与中产阶级制造业职位的大量流失。近年来，中国提升了其在全球产业价值链中的地位，成为全球最大的电动车与电池制造国。如今，中国正试图将其庞大的产能输出至海外，这一新动态被一些人称为「中国冲击2.0」。面对内需疲弱、房地产危机与债务压力日增，中国试图藉由出口产能来稳定经济。然而，这是否将有助于中国经济的稳定，抑或会在美国经济政策快速转向的背景下，引发新一轮全球贸易保护主义，仍是未定之数。本报告将针对上述问题进行深入探讨与分析。

图一、美国经济政策不确定性指数（月度数据）



资料来源: Baker, Scott R.; Bloom, Nick; Davis, Stephen J., 数据经由 FRED 取得
灰色区块代表美国经济衰退期间

fred.stlouisfed.org

美国经济与展望

简而言之，我们的预测为：在关税上升、大规模遣返政策的不确定性，以及联邦支出削减的背景下，美国经济预计将于2025年与2026年放缓。然而，随着时间推移，去管制化、人工智能驱动的投资与生产力提升、外资增加、制造业回流 (reshoring)，以及税负减免等因素，预期将于2027年逐步支撑更为强劲的经济增长。如需更详尽的美国经济展望分析，请参阅我们同仁ClementBohr近期发表的文章《A Tariffic Amount of Uncertainty¹》。在当前政策多变与不确定性持续升高的环境下，Anderson Forecast也已发布经济衰退预警²。若特朗普政府政策所带来的经济冲击于短期内集中爆发，经济陷入衰退的风险将显著上升。

本报告将聚焦于两个关键议题：(1) 联邦政府支出削减，以及 (2) 贸易政策。

联邦政府支出削减

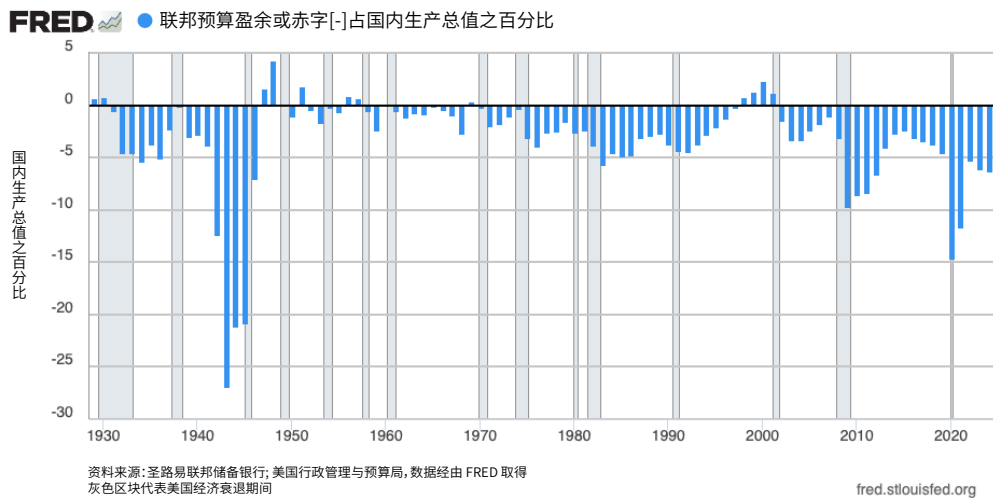
图二显示了联邦预算赤字占国内生产总值 (GDP) 的比例。除了2020与2021年因疫情引发的赤字激增外，联邦赤字自2015年 (占GDP的2.4%) 以来持续上升，至2024年已达6.3% (约2兆美元)，此一水平普遍被视为不可长期持续。正是在此背景下，联邦政府设立了「政府效率部」(Department of Government Efficiency, DOGE)。在过去数十年间，美国曾有两次具代表性的两党合作行动，试图透过削减支出、提高税收、改革社会福利制度，或综合运用上述措施，以控制不断扩大的联邦赤字。

第一次发生于1990年代初期，当时1992年赤字占GDP的比重达4.5%。透过克林顿政府与共和党主导的国会合作，加上经济景气良好，联邦预算于四年内实现收支平衡。第二次则发生于2010年代初期，当时赤字于2010年达到GDP的8.6%。然而，此次并未实现预算平衡目标，赤字在稍有下降后再度扩大，未能有效遏止长期财政恶化的趋势。

川普政府提出的财政政策目标是透过削减联邦支出1兆美元并增加1兆美元的税收，以消除2兆美元的预算赤字。关键在于：此一目标将如何实现？若削减方案全额在单一年内实施，并假设财政乘数为1，这将相当于联邦预算直接缩减15%，亦即约占国内生产总值的3.4%。如此大幅度的紧缩，很可能引发经济衰退。另一方面，众议院提出的替代方案则是在未来十年间减税4.5万亿美元，同时削减至少1.5万亿美元的支出，平均每年约为1500亿美元。图三呈现了联邦政府名目支出与投资 (不含主要社会保险计划如Medicare、Medicaid及社会安全福利) 的年度成长率。多数分析认为，若要实现上述削减支出的目标，几乎无可避免地需对其中至少一项主要社会福利计划 (如Medicare或Medicaid) 进行大幅削减。

自1930年以来，美国联邦政府共历经五次主要的支出削减时期，分别发生于：1937年、1945至1947年、1953/54年、1993/94年，以及2011至2014年。其中，1937年的削减 (该年联邦支出成长率为-8.6%) 被认为是1937年经济衰退的部分诱因。1945至1947年 (例如1946年削减幅度高达-63%) 与1953年 (-10%) 的支出大幅下降，则主要源于第二次世界大战与韩战的结束，这两次削减均被视为1945年与1953年经济衰退的主因。然

图二、联邦预算盈余或赤字占国内生产总值之比重



1.UCLA安德森预测中心2025年春季季度报告
2.<https://www.anderson.ucla.edu/about/centers/ucla-anderson-forecast/recession-watch-2025>

而, 1993/94年与2011至2014年的支出削减, 并未引发经济衰退。原因在于这些削减相对较为温和且逐步推进, 未对总体需求造成剧烈冲击。历史经验显示: 若联邦支出减少能以逐年、适度的方式实施, 例如每年削减约3,000亿美元(相当于国内生产总值的1%), 则引发经济衰退的可能性将大幅降低。

值得注意的是, 自2022年3月联邦储备局(Fed)开始升息并收紧货币政策以对抗高通胀以来, 外界一度普遍担忧经济将陷入衰退, 特别是在收益率曲线长期且明显倒挂的情况下。然而, 三年过去, 这一预期的衰退至今尚未发生。其中一个关键原因, 在于扩张性的财政政策发挥了抵销作用, 减轻了利率上升对总体经济的压力。然而, 这样的财政支持也带来了代价, 即联邦预算赤字的扩大, 如图二与图三所示。

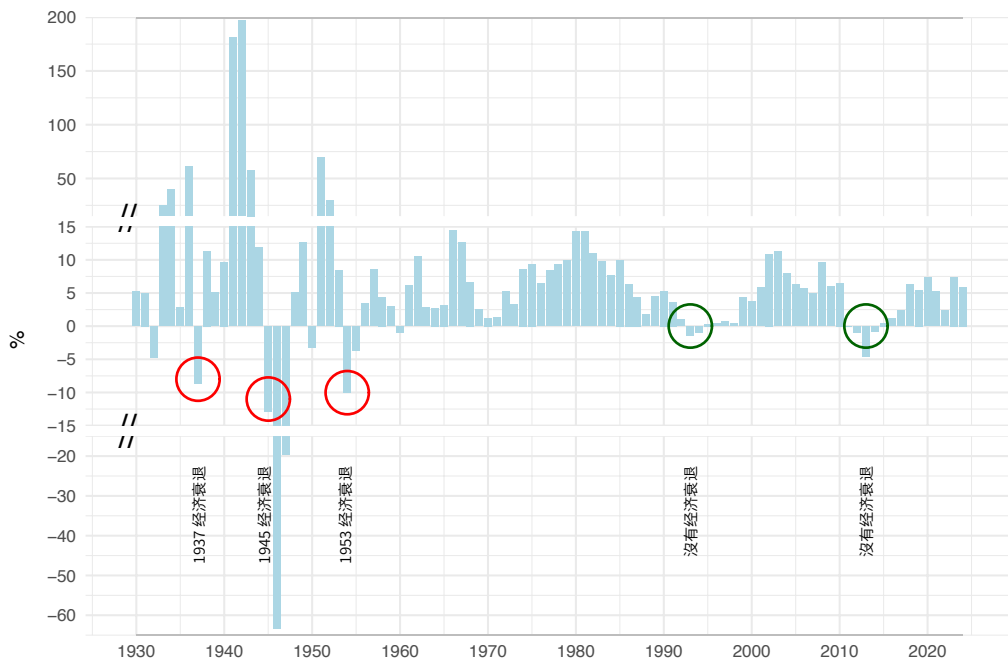
在平衡联邦预算的政策规划中, 另一项重点在于通过增加1万亿美元的税收来提高政府收入。其中一项提案是发行「金卡」(Gold Card), 即一种升级版的绿卡, 藉此吸引高资产外籍人士

透过向美国政府贡献5百万美元以获得永久居留资格。例如, 若有20,000位外籍人士参与此项计划, 联邦政府将可立即筹措1,000亿美元。然而, 若要使此政策具备持续性, 则每年皆需维持相同人数的参与者, 否则将仅为一次性收益。另有一项建议措施则是加征关税, 该议题将于下一节中进一步探讨。

关税政策剧变

2025年4月2日, 特朗普政府宣布对来自所有贸易伙伴的进口商品实施大规模的全球性关税³, 起始税率为10%。此外, 政策中亦引入一项特殊计算公式: 将某国对美国的贸易顺差总额除以其对美国的商品出口总值, 若所得比值的一半超过10%, 则以其作为特殊关税税率。依据各国对美贸易顺差之排名, 计算所得的对等关税税率如下: 中国为34%、欧盟20%、越南46%、台湾32%、日本24%、南韩25%、印度26%、泰国36%、瑞士31%、马来西亚24%、印尼32%、柬埔寨49%、南非30%。

图三、联邦政府名目支出与投资的年增率



数据来源: 美国经济分析局
注: 本图所列之联邦政府支出不包含Medicare、Medicaid, 以及社会安全福利 (Social Security) 给付

3.<https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/regulating-imports-with-a-reciprocal-tariff-to-rectify-trade-practices-that-contribute-to-large-and-persistent-annual-united-states-goods-trade-deficits/>

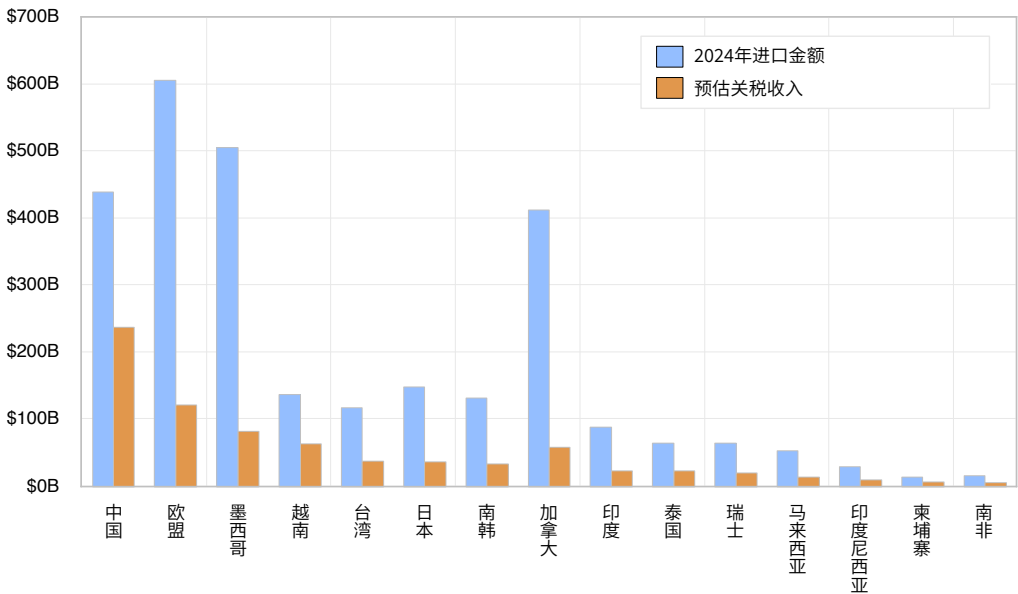
值得注意的是，加拿大与墨西哥未列入前述清单，因为其出口产品的关税制度受先前总统行政命令所规范，整体架构相对更为复杂。根据《美国-墨西哥-加拿大协定》(10-10日)的协议》(USMCA)，凡符合协议资格的加拿大与墨西哥出口商品可免除关税⁴。以2024年为例，美国自墨西哥进口总额为5,050亿美元，其中约1,800亿美元因符合USMCA规范而免征关税。这其中包含绝大多数的汽车与汽车零部件进口(总额为1,810亿美元)，皆符合USMCA资格。目前，凡属于USMCA合格的汽车，其美国来源成分可完全免除关税，相关零部件亦享有相同待遇。同年，美国自加拿大进口总额为4,130亿美元，其中约1,070亿美元的商品符合USMCA规范，得以免除关税。

其他关税措施如下：3月3日，美国针对来自中国的所有进口商品加征20%的关税，作为对中国出口合成类鸦片至北美⁵的回应。在加上34%的对等关税后，中国商品实际面临的总关税高达54%。5月2日起，美国将对来自中国与香港、价值低于800

美元的包裹加征90%关税，终止其原先享有的“低价免税门槛”(de minimis)待遇。2024年，经此类免税方式进口的包裹总数约为13.6亿件，总金额估计达660亿美元⁶。3月12日，美国对来自所有国家的钢铁、铝材及其衍生品加征25%关税⁷。4月3日，对全球汽车与汽车零部件的25%关税正式生效⁸。

图四呈现了2024年美国前15大贸易伙伴的进口金额，以及根据特朗普第二任期原始计划中已宣布或已实施的关税税率所推算的关税收入。这些估算基于一项大胆的假设：美国的进口量与2024年持平。预估自中国进口的关税收入约为2,370亿美元，欧盟为1,210亿美元，墨西哥则为810亿美元(假设其平均有效关税率为16%)，越南630亿美元，台湾370亿美元，日本360亿美元，南韩330亿美元，加拿大则为580亿美元(假设其平均有效关税率为14%)。综合上述数据，对所有贸易伙伴的平均有效关税率约为25%，潜在总关税收入可达8,190亿美元。

图四、2024年美国前15大贸易伙伴进口金额与特朗普2.0预估最高关税收入



资料来源:美国人口普查局及作者计算
注:中国之预估关税收入是以54%的关税税率推算,而非实施中的145%税率;其他国家之估算则基于原先设定的特别对等关税税率(10%至49%不等),而非90天暂缓期间内适用的10%基础税率。

4. 要取得USMCA资格,商品必须符合特定的原产地规则,需证明其符合以下两项条件之一:商品必须完全在美国、墨西哥或加拿大境内取得或生产,通常要求有75%至90%的区域价值含量(Relative Value Content, RVC);或者,商品必须在上述三国之一经历实质性加工或转型,且多数情况下亦需达到最低区域价值含量要求。
5. <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/03/further-amendment-to-duties-addressing-the-synthetic-opioid-supply-chain-in-the-peoples-republic-of-china/>
6. <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/further-amendment-to-duties-addressing-the-synthetic-opioid-supply-chain-in-the-peoples-republic-of-china-as-applied-to-low-value-imports/>
7. <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/adjusting-imports-of-steel-into-the-united-states/>和<https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/02/adjusting-imports-of-aluminum-into-the-united-states/>
8. <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/03/adjusting-imports-of-automobiles-and-automobile-parts-into-the-united-states/>

然而，部分进口商品目前并未纳入对等关税的范畴，其中包括药品、半导体、铜、木材、关键矿产资源与能源产品。根据本报告估算，这类商品的进口总额约为6,000亿美元。因此，应自潜在总关税收入中扣除约1,500亿美元，使最高可能实现的关税收入降至约6,680亿美元，约占全部商品进口额的20%。需要注意的是，由于关税会提高商品价格，进而抑制消费者对商品的需求，实际征得的关税收入可能低于上述估算。此外，该套关税公式的设计初衷之一在于缩减美国的贸易逆差；若该目标达成，进口量将下降，关税收入亦将进一步减少。

4月9日，美国在短暂实施高额对等关税数小时后，决定暂停相关措施90天，并将税率调降至10%的基础关税。预期在此期间，多数贸易伙伴将与美国展开谈判，试图透过调整本国贸易政策来降低对等关税，包括下调自身关税、增加自美国进口商品，或放宽非关税贸易壁垒等。尽管如此，我们预测，在90天的暂停期结束后，针对所有贸易伙伴的10%基础关税将维持实施。同时，我们亦预期针对汽车与钢铁/铝材产品所征收的25%关税将长期维持，因为特朗普政府将此两大产业视为国家安全的关键领域。

作为对美国4月2日关税措施的回应，中国对美国进口商品加征34%的关税。随后，美国反制，对中国商品再加征50%关税，将实际关税总税率推升至104%。隔日，中国将其对美国进口商品的关税上调至84%。截至4月9日，美国已将对所有中国商品的关税进一步提高至145%。在如此高额的关税之下，美国自中国的进口与对中国的出口几乎可以确定将大幅萎缩。大量原先自中国进口的商品预期将转向其他国家进行替代采购。继COVID-19疫情之后，这无疑将成为全球供应链韧性再次受考验的关键时刻，未来数月的发展值得密切观察。

经济影响

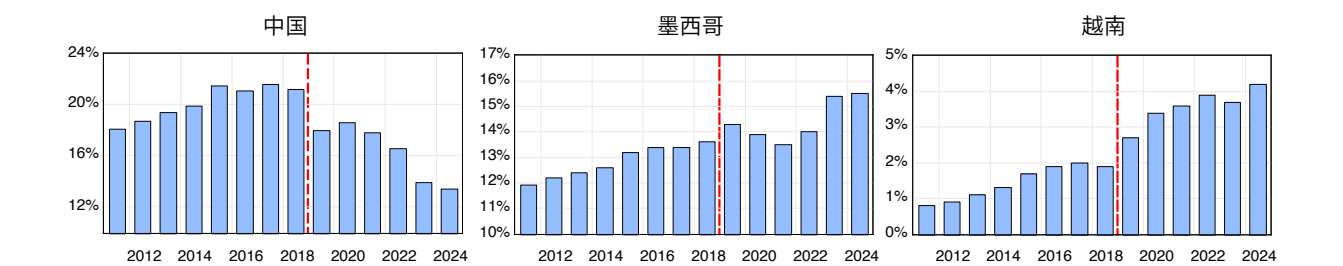
这场全面性的关税冲击预计将带来数项深远影响。首先，实际上美国能从所有进口商品中征得多少关税收入？在145%高关税税率下，美国自中国进口的规模难以精确预测。若假设美国以等量改由其他国家进口，并套用目前所有既定关税措施（包括汽车及钢铁/铝材产品的25%关税，以及对所有贸易伙伴征收10%的对等关税，并考量现行的免税项目），则总关税收入可能达到3,200亿美元。此举有助于缩小联邦预算赤字。在其他条件不变的情况下，联邦政府融资需求下降，可能导致美国国债殖利率下滑⁹。较低的借贷需求将减轻资金排挤效果（crowding-out effect），同时压低利率，进而可能促进私人部门的借贷与投资。

那么，实际上这3,200亿美元的关税负担将由谁承担？是外国生产商/出口商、美国进口商/零售商，还是美国消费者？根据近期针对特朗普1.0时期关税措施的经济学研究结果，美国进口商与消费者承担了大部分的关税成本¹⁰。若假设美国企业与零售商透过压缩利润率吸收约三分之一的关税负担，剩余三分之二则转嫁给消费者，这将相当于美国家庭支出增加2,130亿美元。考虑到美国2024年个人消费支出总额达20万亿美元，这意味着整体物价水平将上升约1.1%。最终消费者所面对的价格变动，将取决于进口商品的需求价格弹性，以及市场上替代品的可获得性与市场竞争程度。若商品需求缺乏弹性，消费者将承担较多成本；若替代品充足或市场竞争激烈，则消费者负担与进口规模均可能相对降低。

9. 2025年，10年期美国国债殖利率由1月的4.8%下降至4月4日的4.0%。然而，截至4月9日，殖利率已回升至4.5%，可能原因之一是部分来自日本与中国的国际投资者出于流动性需求，开始抛售美国国债。截至本报告撰写时，10年期美国国债收益率约为4.37%。

10. 部分拥有较高利润率的外国生产商与供应商，可能会选择降低售价，以分担部分关税成本，借此维持其在美国市场的市占率。例如，根据近期一则新闻报道，Walmart已要求其中国供应商下调价格。资料来源：<https://www.wsj.com/business/retail/china-summons-walmart-for-talks-as-suppliers-complain-over-tariffs>

图五、美国总进口中选定国家之进口占比



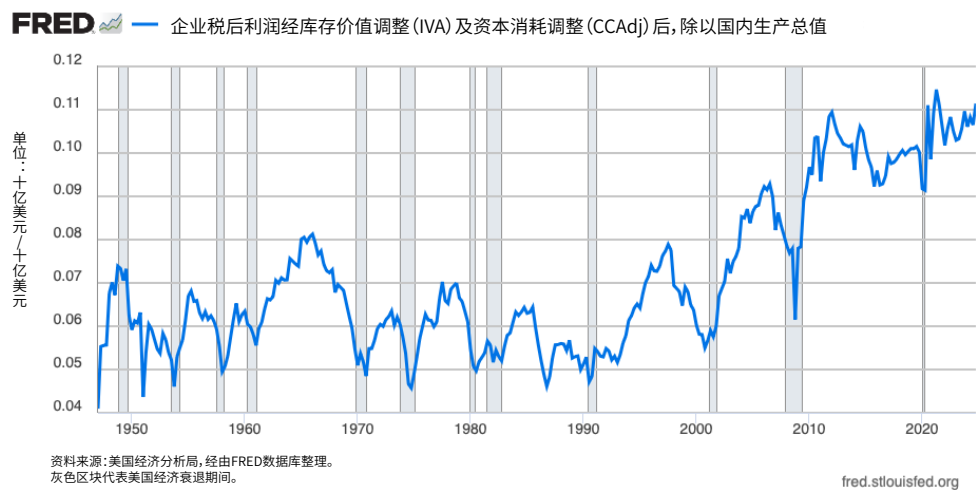
资料来源:美国人口普查局

图五展示了美国自中国、墨西哥与越南进口商品的占比变化。作为对特朗普1.0时期对中国加征关税的回应,美国自中国进口商品的占比已由2017年的22%下降至2024年的13%。同时,全球供应链亦进行调整,生产活动转移至未受关税影响的其他国家。然而,消费者不太可能无限期承担全部关税成本。在一个潜在的全球性关税体系下——即关税税率依各国对美国的贸易顺差而定——美国进口商将面临日益增加的风险,因为倚赖低关税国家的进口策略将变得不再稳定。经过90天,甚至一年后,若美国重新检视双边贸易逆差,可能会对逆差较大的国家启动新一轮对等关税。此种情况下,唯一能确保免关税地位的,将仅剩美国本土。这样的环境预期将促使一定程度的制造业回流,并带动美国国内制造业复兴。然而,从启动、建设到投产新工厂通常需时

3至6年,因此即便回流发生,对美国制造业产出的实质贡献恐怕也要到2028年以后才能显现。

一项重要的问题是,美国进口商与企业是否有能力吸收部分关税成本,或将生产活动回流至成本较高的美国本土。2024年,美国企业税后利润达到3.6万亿美元。图六展示了美国企业税后利润占国内生产总值(GDP)的比例。自2000年以来,企业利润率呈现上升趋势,从1997年的8%上升至2024年的11%,这一变化可能与全球化进程及美国国内市场竞争程度下降有关。较高的利润率显示,部分企业可能有能力吸收部分关税成本。近期股市估值的下滑,亦可能反映了企业利润率的缩减。

图六、美国企业税后利润占国内生产总值之比例

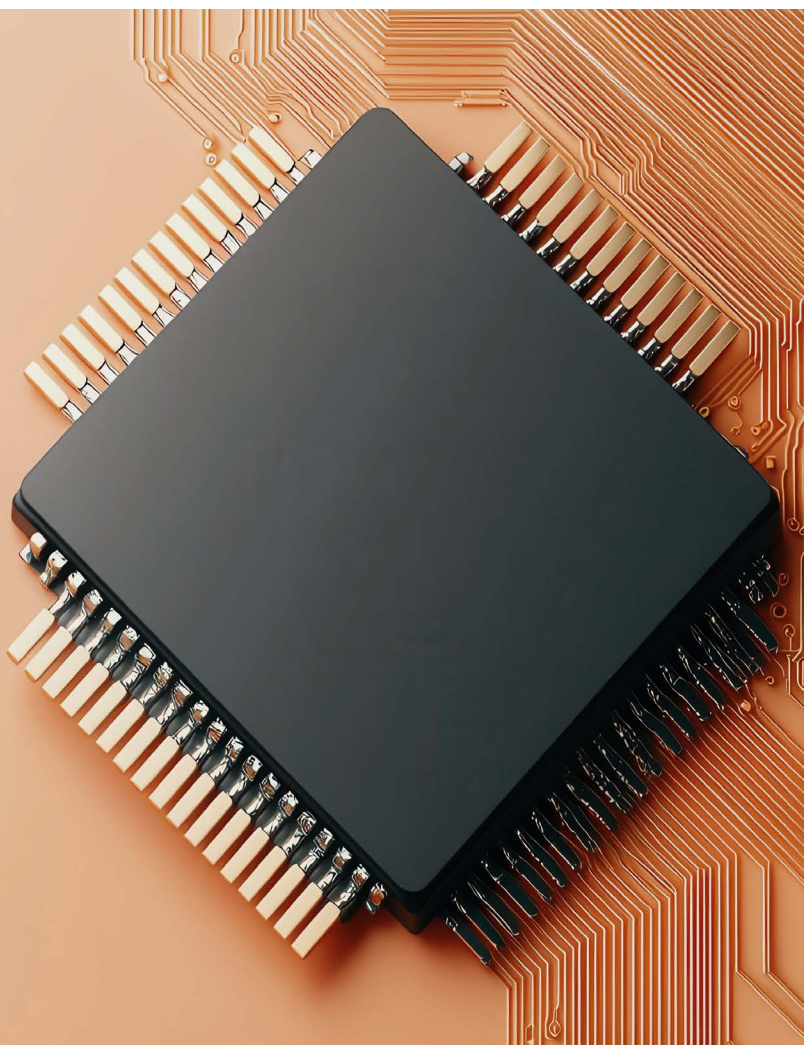


总而言之，进口商品价格预期将上升，进而导致美国消费者减少购买。美国零售商与企业将面临利润率下降的压力，外国出口商的收入也将随之减少。美国经济成长速度可能放缓，全球贸易活动亦将减速，贸易逆差则可能收敛，也可能未有显著变化。另一项额外的不确定性与风险，来自于贸易伙伴可能采取的报复性行动，进一步升高贸易战的紧张态势。迄今为止，最主要的报复措施来自中国，中国已对所有美国出口至中国的商品加征84%的关税，该部分出口总值于2024年达2,440亿美元。若贸易战持续升级，经济陷入衰退的可能性将进一步上升。金融市场已出现剧烈且负面的反应：4月8日，VIX波动率指数飙升至52，为自2008年全球金融危机与2020年COVID-19疫情爆发以来未曾见过的高位。同时，国际油价下跌至每桶59美元，反映出市场对战后以来自由贸易与全球化时代可能突然终结的广泛忧虑。

从正面角度来看，2025年3月的非农就业人口增加了22.8万人，超出多数市场预期。失业率维持在4.2%，初领失业救济金人数

亦保持稳定。同月，美国消费者物价指数 (CPI) 通胀率出现下降趋势。2月份，工业生产指数与建筑支出均持续呈现强劲增长。尽管特朗普政府上任初期的经济基本面展现出一定韧性，但未来仍须密切关注经济情势如何演变，以及美中两国在变动的贸易格局下的政策应对。

展望未来数年，美国将迎来一波新的大型投资计划，包括：聚焦于人工智能基础设施的「星际之门计划」(Stargate Project)，总投资金额达5,000亿美元，由OpenAI、软银 (SoftBank) 与甲骨文 (Oracle) 共同推动；台湾集成电路制造公司 (TSMC) 承诺投资1,000亿美元，于美国新建五座晶圆厂；苹果公司 (Apple) 承诺投资5,000亿美元，以扩大美国本土制造与研发业务；现代汽车 (Hyundai) 也计划投入210亿美元，发展汽车、电池与钢铁生产等领域。这些资本投资及其后续产出，预期将在中长期内推动美国国内生产总值成长，并创造更多制造业就业机会。



中国经济与展望

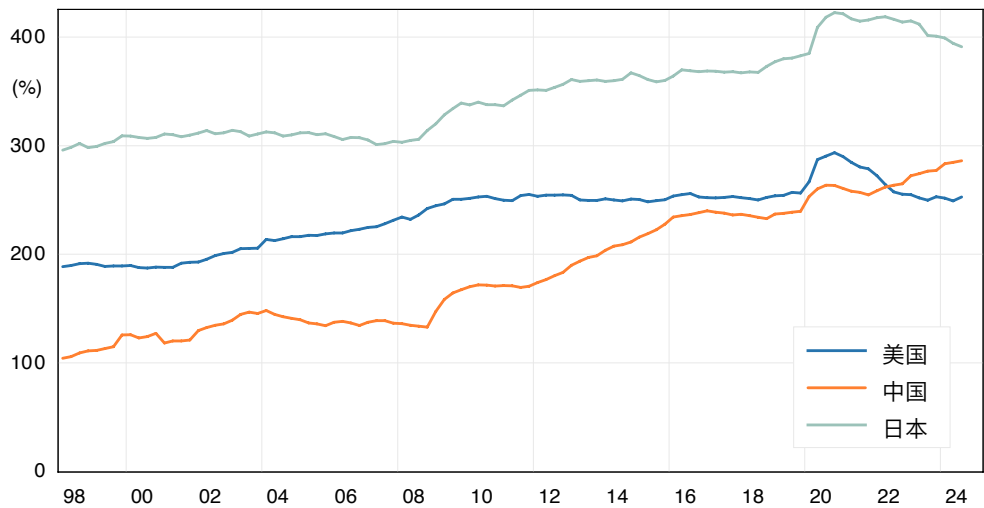
如前一段所述，中国是特朗普2.0时期新一波关税冲击下受创最深的国家。过去三个月内，美国已对中国商品加征高达145%的关税，这对中国本已疲弱的经济构成了沉重打击。若关税在短期内无法下调，中国对美出口预期将大幅下滑。作为回应，中国誓言「战斗到底」，双方目前仍深陷于不断升级的贸易冲突之中。在全球两大经济体持续对抗的背景下，短期内中美关系出现实质改善的可能性极为有限。值得注意的是，在川普1.0任期间，曾出现过所谓「转运」(transshipment) 的行为，即部分中国商品经由第三国(享有有利贸易条件)重新出口至美国，并变更原产地标示，以规避关税。针对这类转运行为的监测与禁止，将成为美国在未来90天内与各贸易伙伴协商时的重要议题之一。

自2022年房地产泡沫破裂以来，中国一直处于艰难的去杠杆化过程中，表现出消费下降与投资减缓的特征，这是典型的资产负债表衰退(balance sheet recession)。因此，国内需求持续疲弱。为避免经济陷入全面性衰退，中国积极推动制造业与科技领域的投资，以刺激经济成长。其目标在于提升产业价值链地位，

并强化自身科技实力。2025年初，中国在人工智能领域取得重大突破，推出了震惊全球的AI产品「DeepSeek」，展现出中国在这一关键产业中与美国并驾齐驱的竞争力。

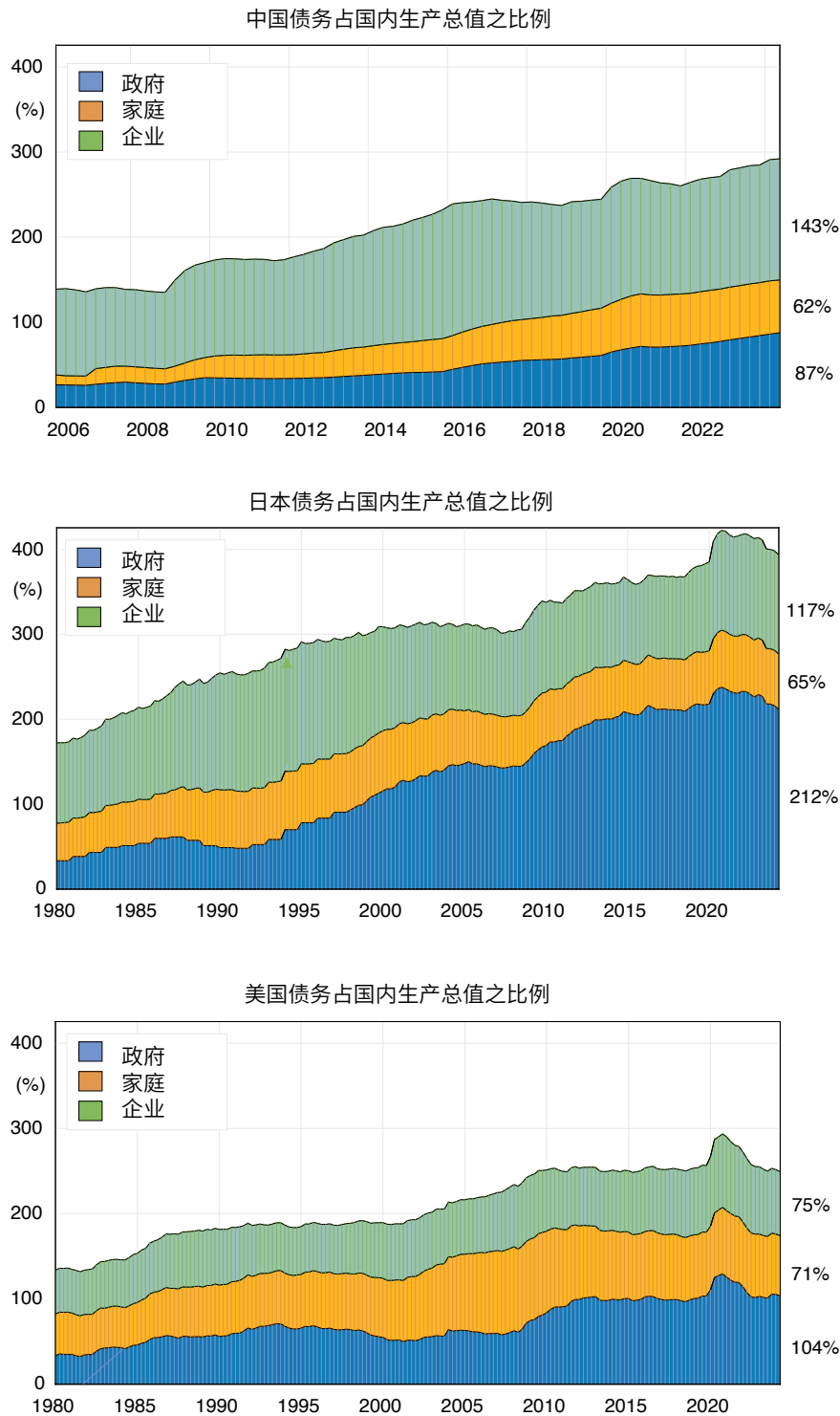
然而，这种进展也伴随着代价，因为大量政府支持导致了许多失败、资金流失与产能过剩的问题。图七显示了中国、美国与日本的总债务占国内生产总值(GDP)的比例，涵盖政府、企业与家庭部门的债务。可以明显看出，在中国以国家主导投资策略推动下，债务水平迅速上升，近期已超越美国，而美国与日本的债务占比自COVID-19疫情以来则大致维持稳定。图八进一步呈现了三国债务占GDP比例的分项结构。随着中国房地产泡沫破裂，市场对中国可能在制造业领域再次累积新一轮泡沫的担忧日益升高。从历史经验来看，日本在1980年代泡沫破裂后，出现了企业部门去杠杆化、而政府部门大幅举债的现象；美国在2007年住房危机后亦出现类似情况，由政府透过扩大举债来支撑家庭部门的去杠杆过程。我们预期，中国未来可能也将走上相似的道路，即将债务负担转移至政府部门，从而让企业与家庭部门逐步进行去杠杆化调整。

图七、总债务占国内生产总值之比例



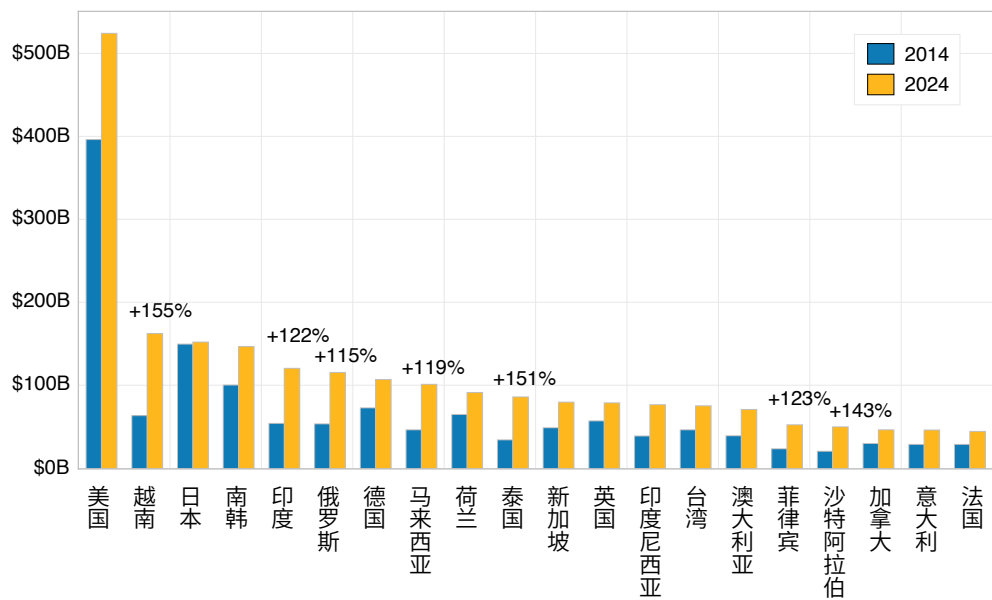
资料来源：国际清算银行

图八、中国、日本与美国债务占国内生产总值比例结构分布



资料来源:国际清算银行

图九、2024年中国前二十大出口目的地及出口金额

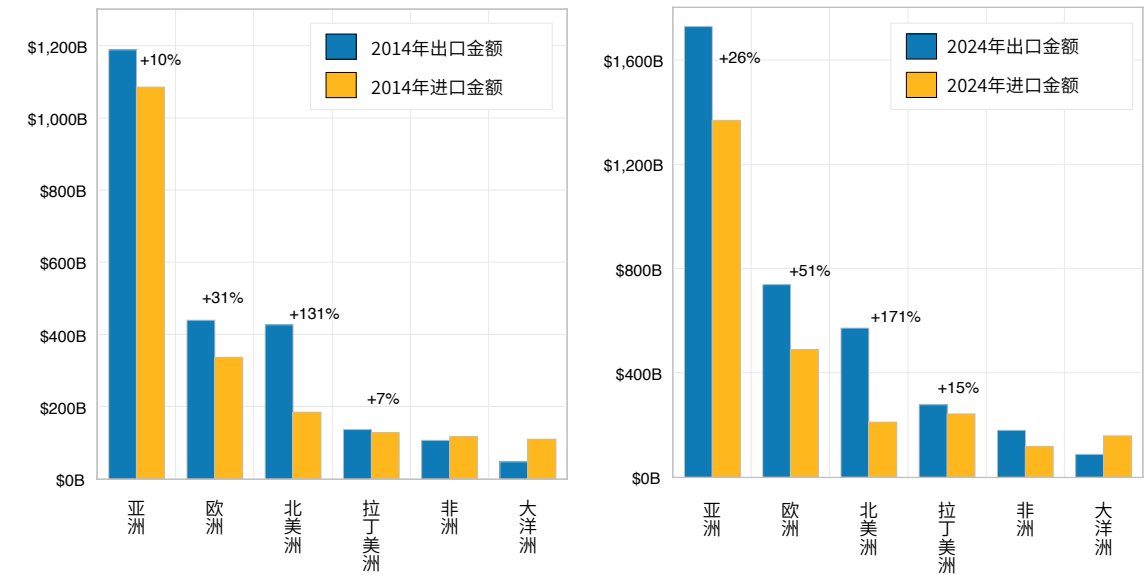


资料来源:CEIC数据库

随着中国持续将资源配置于投资与制造业领域,其正积极努力将过剩产能输出至全球市场,以抵消疲弱的国内需求。部分人士将此现象称为「中国冲击2.0」。早在2025年4月特朗普政府新一波关税措施推出之前,美国、加拿大与欧盟已对中国出口的电动车产品加征反倾销关税。尽管如此,中国商品仍以极具竞争力的价格大量涌入全球市场。图九展示了中国于2014年与2024年出口的前二十大目的地。美国仍为中国最大的出口市场,其次依次为越南、日本、韩国与印度。在过去十年间,中国对部分贸易伙伴的出口增幅显著,其中对越南出口增长了155%、对印度增长122%、对俄罗斯增长115%、对马来西亚增长119%、对泰国增长151%、对菲律宾增长123%,以及对沙特阿拉伯增长143%。

在高关税压力下,中国对美国的出口预期将大幅下降。实质上,「川普冲击2.0」(Trump Shock 2.0)的主要目标,正是在很大程度上抵销“中国冲击2.0”(China Shock 2.0)对美国制造业所造成的影响。尽管如此,只要其他国家未推出新的保护本国产业或调整贸易失衡的措施,中国仍可能持续扩大对其他地区的出口。图十提供了更宏观的视角:在2014年,中国对亚洲的出口超过进口约10%,对欧洲的贸易顺差为31%,对北美(美国与加拿大)的贸易顺差达131%,对拉丁美洲则为7%。至2024年,中国在各地区的贸易顺差均有所扩大:对亚洲扩大至26%,对欧洲至51%,对北美至171%,对拉丁美洲至15%。

图十、中国按地区划分之出口与进口金额 (2014年与2024年比较)



资料来源:CEIC数据库

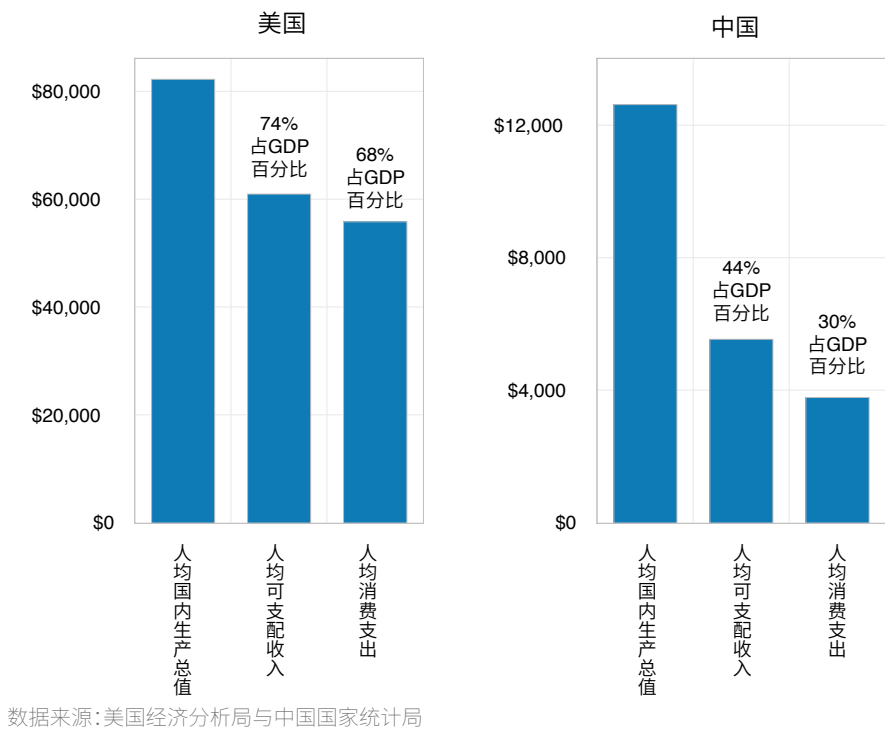
图十一比较了2023年美国与中国的人均国内生产总值(GDP)、可支配收入与消费支出。尽管美国的人均GDP远高于中国,但一项重要且经常被忽略的差异是,美国有74%的GDP转化为家庭可支配收入,而中国仅为44%。造成此差异的原因何在?如前文所述,中国的政策与资源分配中,有相当大一部分优先导向国家主导与私部门主导的投资活动,从而在实质上挤压了家庭部门的所得空间。因此,中国家庭不仅获得的国民所得占比偏低,其支出水平亦显著较低——仅占GDP的30%,而美国则达到68%。

作为全球第二大经济体,中国家庭消费水平偏低与其长期过度投资及持续性的贸易顺差密切相关。当国内储蓄长期超过国内消费与投资时,便会形成此类结构性失衡。如图十所示,中国在2024年对全球其他地区录得9,970亿美元的贸易顺差,与美国1.2万亿美元的贸易逆差形成鲜明对比。这种结构性失衡是当前

全球化体系中一项根本性挑战。若中国能有效降低投资占比,并大幅提升家庭消费支出,不仅将有助于促进国内经济结构更加均衡,也将为全球贸易带来更为可持续的发展动能。

例如,若中国家庭能获得更高的可支配收入、更完善的社会保障体系(如退休金与医疗保险),以及更少的购买外国商品的障碍,则中国家庭在国内商品与进口商品(包括美国制产品)上的支出预期将会增加。此一消费结构的转变,将有助于缩减美中贸易逆差,从而降低以关税作为贸易政策工具的必要性。然而,根据2024年二十届三中全会(Third Plenum)所公布的经济政策方针,中国并未出现明显背离以往政策的迹象。2025年两会虽然新增了一些刺激经济的措施,但对于促进国内消费需求的重导向仍显不足。

图十一、2023年美国与中国的人均国内生产总值、可支配收入与消费支出比较



结论

2025年的经济局势, 在空前的贸易紧张与财政重组背景下, 成为美中两国发展的关键转折点。美国第二任特朗普政府推行的激进关税政策, 意图重塑全球贸易格局, 但同时也伴随着国内物价上升、消费支出减少及经济衰退风险上升的代价。与此同时, 中国持续依赖出口与过度投资, 内需疲弱与内部结构性脆弱问

题, 则进一步加剧了全球经济失衡。尽管美国短期内将面临高度不确定性与金融市场波动, 但透过制造业回流、资本投资与技术创新, 有望避免陷入深度衰退。而相较之下, 中国所面临的结构性挑战将更为严峻且持久。可以肯定的是, 未来美中经济关系的结构将更加难以预测, 但两国经济体系进一步脱钩的趋势已十分明显。

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

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