

國泰銀行 | 加州大學洛杉磯分校安德森預測



美中經濟報告

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(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。

轉型與動盪：

川普衝擊2.0遇上中國衝擊2.0

經濟學家 俞偉雄

總監 Jerry Nickelsburg

加州大學洛杉磯分校安德森預測中心
2025 年 3月

有句話是如此形容時代的變遷：「有些年代平靜無波，而有些星期卻濃縮了數十年的改變。」川普第二任期的前十週，正是如此的轉捩時刻，其中最具代表性的，莫過於美國貿易政策的深刻轉向。在短短三個月內，美國便實施了數輪大規模關稅措施：對全球鋼鐵與鋁材進口課徵25%關稅、對汽車及其零組件課徵25%關稅、對所有貿易夥伴實施對等關稅（稅率自10%至49%不等），以及對所有中國進口產品加徵高達145%的關稅。如此規模與速度的政策變動，在過去百年中前所未見。隨之而來的經濟不確定性，其程度堪比COVID-19疫情高峰時期，並已反映於每月的經濟不確定性指數（見圖一）。這既反映了政策調整的急遽與難以預測——這些政策可於短時間內被推翻或撤回——也反映了目前缺乏足夠數據來分析這些變化同時發生會造成的影響。在此背景下，股市與消費者信心均出現明顯下滑。本報告將深入探討美國貿易政策轉變所可能帶來的經濟影響。

自2001年中國加入世界貿易組織(WTO)以來，便迅速崛起成為全球頂尖的製造與出口大國，其產品涵蓋鞋類、玩具、太陽能板至電腦等，並以具競爭力的價格大量湧入國際市場。此一現象常被稱為「中國衝擊1.0」，對許多已開發國家的製造業造成嚴重衝擊，導致工廠關閉與中產階級製造業職位的大量流失。近年來，中國提升了其在全球產業價值鏈中的地位，成為全球最大的電動車與電池製造國。如今，中國正試圖將其龐大的產能輸出至海外，這一新動態被一些人稱為「中國衝擊2.0」。面對內需疲弱、房地產危機與債務壓力日增，中國試圖藉由出口產能來穩定經濟。然而，這是否將有助於中國經濟的穩定，抑或會在美國經濟政策快速轉向的背景下，引發新一輪全球貿易保護主義，仍是未定之數。本報告將針對上述問題進行深入探討與分析。

圖一、美國經濟政策不確定性指數（月度資料）



美國經濟與展望

簡而言之，我們的預測為：在關稅上升、大規模遣返政策的不確定性，以及聯邦支出削減的背景下，美國經濟預計將於2025年與2026年放緩。然而，隨著時間推移，去管制化、人工智慧驅動的投資與生產力提升、外資增加、製造業回流 (reshoring)，以及稅負減免等因素，預期將於2027年逐步支撐更為強勁的經濟增長。如需更詳盡的美國經濟展望分析，請參閱我們同仁Clement Bohr 近期發表的文章〈A Tariffic Amount of Uncertainty¹〉。在當前政策多變與不確定性持續升高的環境下，Anderson Forecast 也已發布經濟衰退預警²。若川普政府政策所帶來的經濟衝擊於短期內集中爆發，經濟陷入衰退的風險將顯著上升。

本報告將聚焦於兩個關鍵議題：(1) 聯邦政府支出削減，以及 (2) 貿易政策。

聯邦政府支出削減

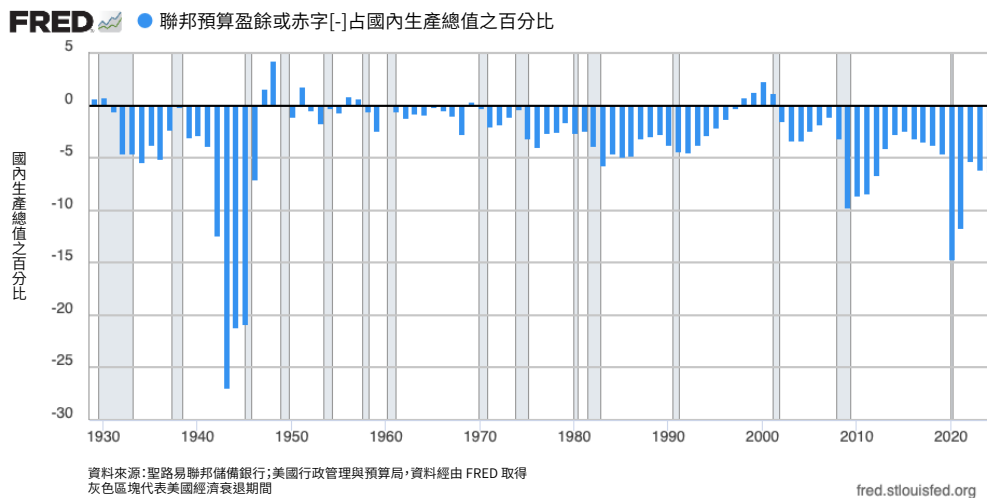
圖二顯示了聯邦預算赤字占國內生產總值 (GDP) 的比例。除了2020與2021年因疫情引發的赤字激增外，聯邦赤字自2015年 (占GDP的2.4%) 以來持續上升，至2024年已達6.3% (約2兆美元)，此一水準普遍被視為不可長期持續。正是在此背景下，聯邦政府設立了「政府效率部」(Department of Government Efficiency, DOGE)。在過去數十年間，美國曾有兩次具代表性的兩黨合作行動，試圖透過削減支出、提高稅收、改革社會福利制度，或綜合運用上述措施，以控制不斷擴大的聯邦赤字。第一次

發生於1990年代初期，當時1992年赤字占GDP的比重達4.5%。透過柯林頓政府與共和黨主導的國會合作，加上經濟景氣良好，聯邦預算於四年內實現收支平衡。第二次則發生於2010年代初期，當時赤字於2010年達到GDP的8.6%。然而，此次並未實現預算平衡目標，赤字在稍有下降後再度擴大，未能有效遏止長期財政惡化的趨勢。

川普政府提出的財政政策目標是透過削減聯邦支出1兆美元並增加1兆美元的稅收，以消除2兆美元的預算赤字。關鍵問題在於：此一目標將如何實現？若削減方案全額在單一年內實施，並假設財政乘數為1，這將相當於聯邦預算直接縮減15%，亦即約占國內生產總值的3.4%。如此大幅度的緊縮，很可能引發經濟衰退。另一方面，眾議院提出的替代方案則是在未來十年間減稅4.5兆美元，同時削減至少1.5兆美元的支出，平均每年約為1500億美元。圖三呈現了聯邦政府名目支出與投資 (不含主要社會保險計畫如Medicare、Medicaid及社會安全福利) 的年度成長率。多數分析認為，若要實現上述削減支出的目標，幾乎無可避免地需對其中至少一項主要社會福利計畫 (如Medicare或Medicaid) 進行大幅削減。

自1930年以來，美國聯邦政府共歷經五次主要的支出削減時期，分別發生於：1937年、1945至1947年、1953/54年、1993/94年，以及2011至2014年。其中，1937年的削減 (該年聯邦支出成長率為-8.6%) 被認為是1937年經濟衰退的部分誘因。1945至1947年 (例如1946年削減幅度高達-63%) 與1953年 (-10%) 的支出大幅下降，則主要源於第二次世界大戰與韓戰的結

圖二、聯邦預算盈餘或赤字占國內生產總值之比重



1. UCLA安德森預測中心2025年春季季度報告

2. <https://www.anderson.ucla.edu/about/centers/ucla-anderson-forecast/recession-watch-2025>

束，這兩次削減均被視為1945年與1953年經濟衰退的主因。然而，1993/94年與2011至2014年的支出削減，並未引發經濟衰退。原因在於這些削減相對較為溫和且逐步推進，未對總體需求造成劇烈衝擊。歷史經驗顯示：若聯邦支出減少能以逐年、適度的方式實施，例如每年削減約3,000億美元（相當於國內生產總值的1%），則引發經濟衰退的可能性將大幅降低。

值得注意的是，自2022年3月聯邦儲備局 (Fed) 開始升息並收緊貨幣政策以對抗高通膨以來，外界一度普遍擔憂經濟將陷入衰退，特別是在殖利率曲線長期且明顯倒掛的情況下。然而，三年過去，這一預期的衰退至今尚未發生。其中一個關鍵原因，在於擴張性的財政政策發揮了抵銷作用，減輕了利率上升對總體經濟的壓力。然而，這樣的財政支持也帶來了代價，即聯邦預算赤字字的擴大，如圖二與圖三所示。

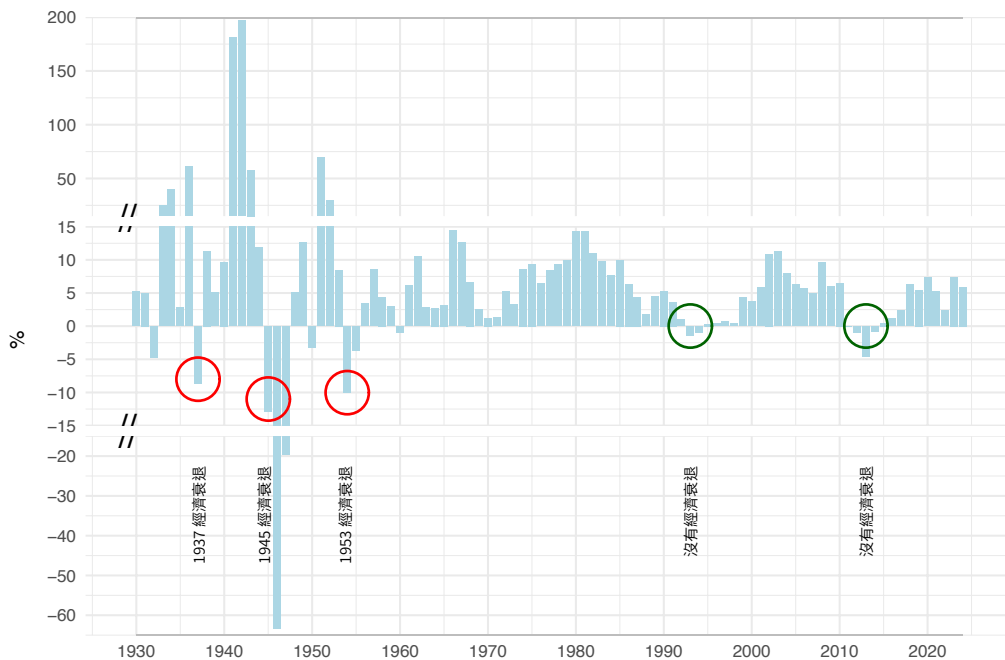
在平衡聯邦預算的政策規劃中，另一項重點在於透過增加1兆美元的稅收來提高政府收入。其中一項提案是發行「金卡」

(Gold Card)，即一種升級版的綠卡，藉此吸引高資產外籍人士透過向美國政府貢獻5百萬美元以獲得永久居留資格。例如，若有20,000位外籍人士參與此項計畫，聯邦政府將可立即籌措1,000億美元。然而，若要使此政策具備持續性，則每年皆需維持相同人數的參與者，否則將僅為一次性收益。另有一項建議措施則是加徵關稅，該議題將於下一節中進一步探討。

關稅政策劇變

2025年4月2日，川普政府宣布對來自所有貿易夥伴的進口商品實施大規模的全球性關稅³，起始稅率為10%。此外，政策中亦引入一項特殊計算公式：將某國對美國的貿易順差總額除以其對美國的商品出口總值，若所得比值的一半超過10%，則以其作為特殊關稅稅率。依據各國對美貿易順差之排名，計算所得的對等關稅稅率如下：中國為34%、歐盟20%、越南46%、台灣32%、日本24%、南韓25%、印度26%、泰國36%、瑞士31%、馬來西亞24%、印尼32%、柬埔寨49%、南非30%。

圖三、聯邦政府名目支出與投資的年增率



資料來源：美國經濟分析局

註：本圖所列之聯邦政府支出不包含Medicare、Medicaid，以及社會安全福利 (Social Security) 給付

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/>

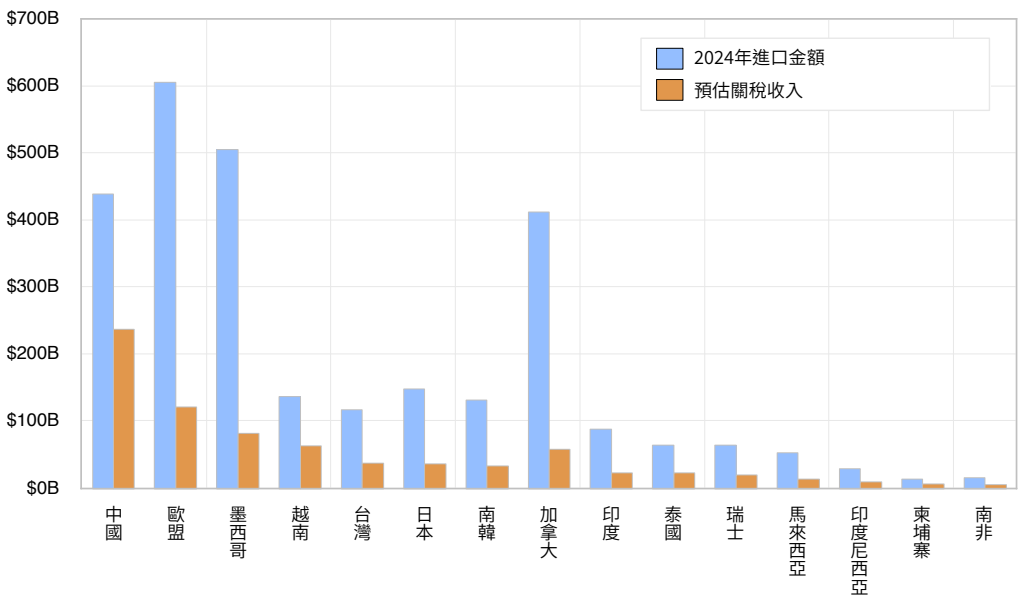
值得注意的是，加拿大與墨西哥未列入前述清單，因為其出口產品的關稅制度受先前總統行政命令所規範，整體架構相對更為複雜。根據《美國－墨西哥－加拿大協定》(USMCA)，凡符合協定資格的加拿大與墨西哥出口商品可免除關稅⁴。以2024年為例，美國自墨西哥進口總額為5,050億美元，其中約1,800億美元因符合USMCA規範而免徵關稅。這其中包含絕大多數的汽車與汽車零組件進口(總額為1,810億美元)，皆符合USMCA資格。目前，凡屬於USMCA合格的汽車，其美國來源成分可完全免除關稅，相關零組件亦享有相同待遇。同年，美國自加拿大進口總額為4,130億美元，其中約1,070億美元的商品符合USMCA規範，得以免除關稅。

其他關稅措施如下：3月3日，美國針對來自中國的所有進口商品加徵20%的關稅，作為對中國出口合成類鴉片至北美⁵的回應。在加上34%的對等關稅後，中國商品實際面臨的總關稅高達54%。5月2日起，美國將對來自中國與香港、價值低於800

美元的包裹加徵90%關稅，終止其原先享有的「低價免稅門檻」(de minimis)待遇。2024年，經此類免稅方式進口的包裹總數約為13.6億件，總金額估計達660億美元⁶。3月12日，美國對來自所有國家的鋼鐵、鋁材及其衍生品加徵25%關稅⁷。4月3日，對全球汽車與汽車零組件的25%關稅正式生效⁸。

圖四呈現了2024年美國前15大貿易夥伴的進口金額，以及根據川普第二任期原始計劃中已宣布或已實施的關稅稅率所推估的關稅收入。這些估算基於一項大膽的假設：美國的進口量與2024年持平。預估自中國進口的關稅收入約為2,370億美元，歐盟為1,210億美元，墨西哥則為810億美元(假設其平均有效關稅率為16%)，越南630億美元，台灣370億美元，日本360億美元，南韓330億美元，加拿大則為580億美元(假設其平均有效關稅率為14%)。綜合上述數據，對所有貿易夥伴的平均有效關稅率約為25%，潛在總關稅收入可達8,190億美元。

圖四、2024年美國前15大貿易夥伴進口金額與川普2.0預估最高關稅收入



資料來源：美國人口普查局及作者計算

註：中國之預估關稅收入是以54%的關稅稅率推算，而非實施中的145%稅率；其他國家之估算則基於原先設定的特別對等關稅稅率（10%至49%不等），而非90天暫緩期間內適用的10%基礎稅率。

4. 要取得USMCA資格，商品必須符合特定的原產地規則，需證明其符合以下兩項條件之一：商品必須完全在美國、墨西哥或加拿大境內取得或生產，通常要求有75%至90%的區域價值含量 (Regional Value Content, RVC)；或者，商品必須在上述三國之一經歷實質性加工或轉型，且多數情況下亦需達到最低區域價值含量要求。
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，部分進口商品目前並未納入對等關稅的範疇，其中包括藥品、半導體、銅、木材、關鍵礦產資源與能源產品。根據本報告估算，這類商品的進口總額約為6,000億美元。因此，應自潛在總關稅收入中扣除約1,500億美元，使最高可能實現的關稅收入降至約6,680億美元，約占全部商品進口額的20%。需要注意的是，由於關稅會提高商品價格，進而抑制消費者對商品的需求，實際徵得的關稅收入可能低於上述估算。此外，該套關稅公式的設計初衷之一在於縮減美國的貿易逆差；若該目標達成，進口量將下降，關稅收入亦將進一步減少。

4月9日，美國在短暫實施高額對等關稅數小時後，決定暫停相關措施90天，並將稅率調降至10%的基礎關稅。預期在此期間，多數貿易夥伴將與美國展開談判，試圖透過調整本國貿易政策來降低對等關稅，包括下調自身關稅、增加自美國進口商品，或放寬非關稅貿易壁壘等。儘管如此，我們預測，在90天的暫停期結束後，針對所有貿易夥伴的10%基礎關稅將維持實施。同時，我們亦預期針對汽車與鋼鐵／鋁材產品所徵收的25%關稅將長期維持，因為川普政府將此兩大產業視為國家安全的關鍵領域。

作為對美國4月2日關稅措施的回應，中國對美國進口商品加徵34%的關稅。隨後，美國反制，對中國商品再加徵50%關稅，將實際關稅總稅率推升至104%。隔日，中國將其對美國進口商品的關稅上調至84%。截至4月9日，美國已將對中國所有商品的關稅進一步提高至145%。在如此高額的關稅之下，美國自中國的進口與對中國的出口幾乎可以確定將大幅萎縮。大量原先自中國進口的商品預期將轉向其他國家進行替代採購。繼COVID-19疫情之後，這無疑將成為全球供應鏈韌性再次受考驗的關鍵時刻，未來數月的發展值得密切觀察。

經濟影響

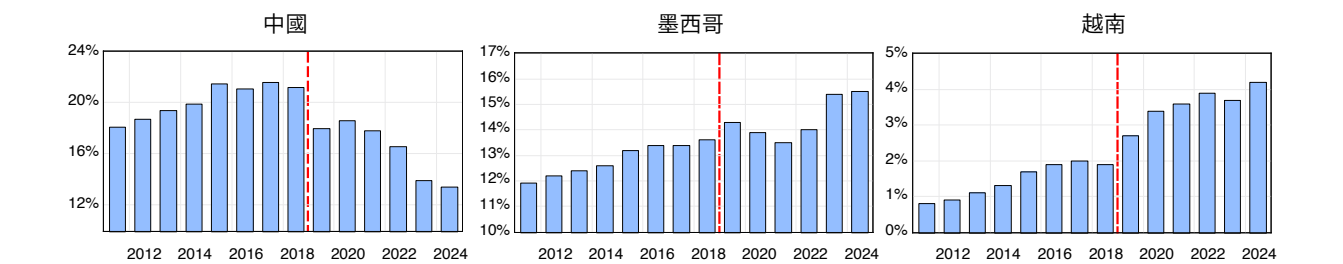
這場全面性的關稅衝擊預計將帶來數項深遠影響。首先，實際上美國能從所有進口商品中徵得多少關稅收入？在145%高關稅稅率下，美國自中國進口的規模難以精確預測。若假設美國以等量改由其他國家進口，並套用目前所有既定關稅措施（包括汽車及鋼鐵／鋁材產品的25%關稅，以及對所有貿易夥伴徵收10%的對等關稅，並考量現行的免稅項目），則總關稅收入可能達到3,200億美元。此舉有助於縮小聯邦預算赤字。在其他條件不變的情況下，聯邦政府融資需求下降，可能導致美國國債殖利率下滑⁹。較低的借貸需求將減輕資金排擠效果（crowding-out effect），同時壓低利率，進而可能促進私人部門的借貸與投資。

那麼，實際上這3,200億美元的關稅負擔將由誰承擔？是外國生產商／出口商、美國進口商／零售商，還是美國消費者？根據近期針對川普1.0時期關稅措施的經濟學研究結果，美國進口商與消費者承擔了大部分的關稅成本¹⁰。若假設美國企業與零售商透過壓縮利潤率吸收約三分之一的關稅負擔，剩餘三分之二則轉嫁給消費者，這將相當於美國家庭支出增加2,130億美元。考量到美國2024年個人消費支出總額達20兆美元，這意味著整體物價水準將上升約1.1%。最終消費者所面對的價格變動，將取決於進口商品的需求價格彈性，以及市場上替代品的可獲得性與市場競爭程度。若商品需求缺乏彈性，消費者將承擔較多成本；若替代品充足或市場競爭激烈，則消費者負擔與進口規模均可能相對降低。

9. 2025年，10年期美國國債殖利率由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來自日本與中國的國際投資者出於流動性需求，開始拋售美國國債。截至本報告撰寫時，10年期美國國債殖利率約為4.37%。

10. 部分擁有較高利潤率的外國生產商與供應商，可能會選擇降低售價，以分擔部分關稅成本，藉此維持其在美國市場的市占率。例如，根據近期一則新聞報導，Walmart已要求其中國供應商下調價格。資料來源：<https://www.wsj.com/business/retail/china-summons-walmart-for-talks-as-suppliers-complain-over-tariffs>

圖五、美國總進口中選定國家之進口占比



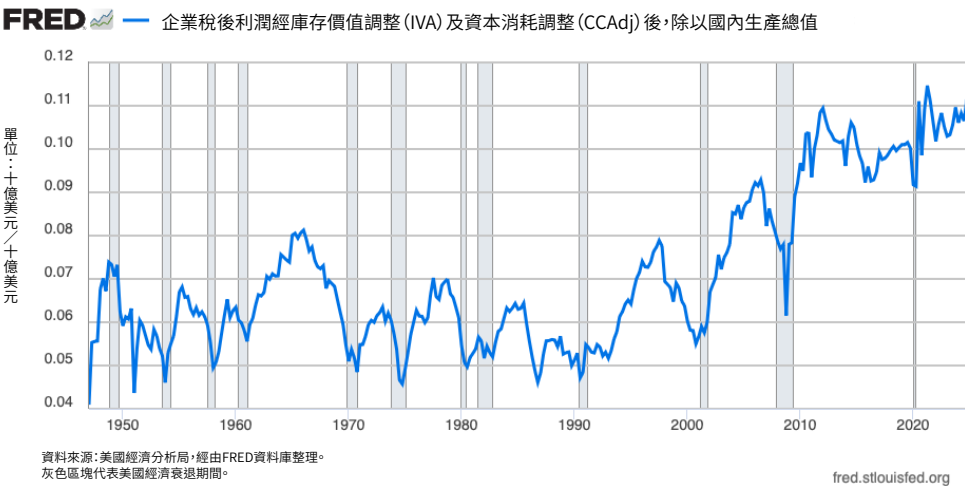
資料來源：美國人口普查局

圖五展示了美國自中國、墨西哥與越南進口商品的占比變化。作為對川普1.0時期對中國加徵關稅的回應，美國自中國進口商品的占比已由2017年的22%下降至2024年的13%。同時，全球供應鏈亦進行調整，生產活動轉移至未受關稅影響的其他國家。然而，消費者不太可能無限期承擔全部關稅成本。在一個潛在的全球性關稅體系下——即關稅稅率依各國對美國的貿易順差而定——美國進口商將面臨日益增加的風險，因為倚賴低關稅國家的進口策略將變得不再穩定。經過90天，甚至一年後，若美國重新檢視雙邊貿易逆差，可能會對逆差較大的國家啟動新一輪對等關稅。此種情況下，唯一能確保免關稅地位的，將僅剩美國本土。這樣的環境預期將促使一定程度的製造業回流，並帶動美國國內製造業復興。然而，從啟動、建設到投產新工廠通常需時

3至6年，因此即便回流發生，對美國製造業產出的實質貢獻恐怕也要到2028年以後才能顯現。

一項重要的問題是，美國進口商與企業是否有能力吸收部分關稅成本，或將生產活動回流至成本較高的美國本土。2024年，美國企業稅後利潤達到3.6兆美元。圖六展示了美國企業稅後利潤占國內生產總值 (GDP) 的比例。自2000年以來，企業利潤率呈現上升趨勢，從1997年的8%上升至2024年的11%，這一變化可能與全球化進程及美國國內市場競爭程度下降有關。較高的利潤率顯示，部分企業可能有能力吸收部分關稅成本。近期股市估值的下滑，亦可能反映了企業利潤率的縮減。

圖六、美國企業稅後利潤占國內生產總值之比例

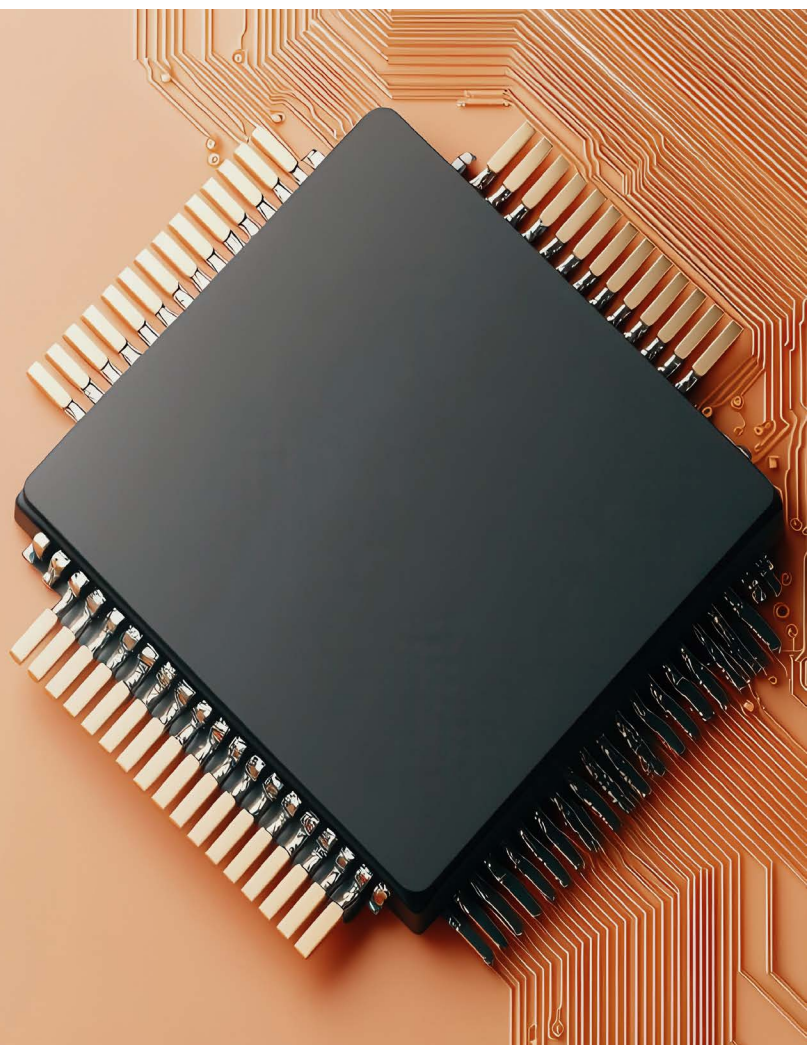


總而言之，進口商品價格預期將上升，進而導致美國消費者減少購買。美國零售商與企業將面臨利潤率下降的壓力，外國出口商的收入也將隨之減少。美國經濟成長速度可能放緩，全球貿易活動亦將減速，貿易逆差則可能收斂，也可能未有顯著變化。另一項額外的不確定性與風險，來自於貿易夥伴可能採取的報復性行動，進一步升高貿易戰的緊張態勢。迄今為止，最主要的報復措施來自中國，中國已對所有美國出口至中國的商品加徵84%的關稅，該部分出口總值於2024年達2,440億美元。若貿易戰持續升級，經濟陷入衰退的可能性將進一步上升。金融市場已出現劇烈且負面的反應：4月8日，VIX波動率指數飆升至52，為自2008年全球金融危機與2020年COVID-19疫情爆發以來未曾見過的高位。同時，國際油價下跌至每桶59美元，反映出市場對戰後以來自由貿易與全球化時代可能突然終結的廣泛憂慮。

從正面角度來看，2025年3月的非農就業人口增加了22.8萬人，超出多數市場預期。失業率維持在4.2%，初領失業救濟金人數

亦保持穩定。同月，美國消費者物價指數 (CPI) 通膨率出現下降趨勢。2月份，工業生產指數與建築支出均持續呈現強勁增長。儘管川普政府上任初期的經濟基本面展現出一定韌性，但未來仍須密切關注經濟情勢如何演變，以及美中兩國在變動的貿易格局下的政策應對。

展望未來數年，美國將迎來一波新的大型投資計畫，包括：聚焦於人工智慧基礎設施的「星際之門計畫」(Stargate Project)，總投資金額達5,000億美元，由OpenAI、軟銀 (SoftBank) 與甲骨文 (Oracle) 共同推動；台灣積體電路製造公司 (TSMC) 承諾投資1,000億美元，於美國新建五座晶圓廠；蘋果公司 (Apple) 承諾投資5,000億美元，以擴大美國本土製造與研發業務；現代汽車 (Hyundai) 也計畫投入210億美元，發展汽車、電池與鋼鐵生產等領域。這些資本投資及其後續產出，預期將在中長期內推動美國國內生產總值成長，並創造更多製造業就業機會。



中國經濟與展望

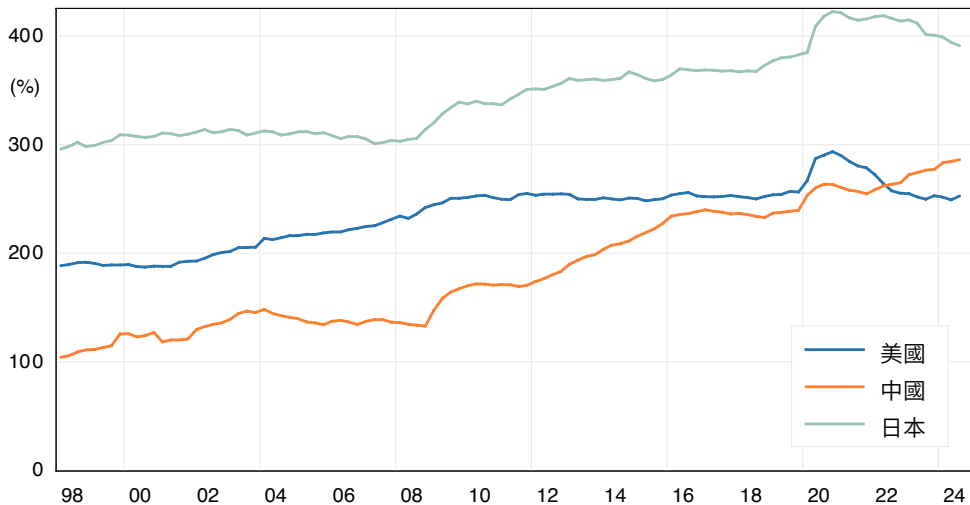
如前一段所述，中國是川普2.0時期新一波關稅衝擊下受創最深的國家。過去三個月內，美國已對中國商品加徵高達145%的關稅，這對中國本已疲弱的經濟構成了沉重打擊。若關稅在短期內無法下調，中國對美出口預期將大幅下滑。作為回應，中國誓言「戰鬥到底」，雙方目前仍深陷於不斷升級的貿易衝突之中。在全球兩大經濟體持續對抗的背景下，短期內美中關係出現實質改善的可能性極為有限。值得注意的是，在川普1.0任期期間，曾出現過所謂「轉運」(transshipment)的行為，即部分中國商品經由第三國(享有有利貿易條件)重新出口至美國，並變更原產地標示，以規避關稅。針對這類轉運行為的監測與禁止，將成為美國在未來90天內與各貿易夥伴協商時的重要議題之一。

自2022年房地產泡沫破裂以來，中國一直處於艱難的去槓桿化過程中，表現出消費下降與投資減緩的特徵，這是典型的資產負債表衰退(balance sheet recession)。因此，國內需求持續疲弱。為避免經濟陷入全面性衰退，中國積極推動製造業與科技領域的投資，以刺激經濟成長。其目標在於提升產業價值鏈地位，

並強化自身科技實力。2025年初，中國在人工智慧領域取得重大突破，推出了震驚全球的AI產品「DeepSeek」，展現出中國在這一關鍵產業中與美國並駕齊驅的競爭力。

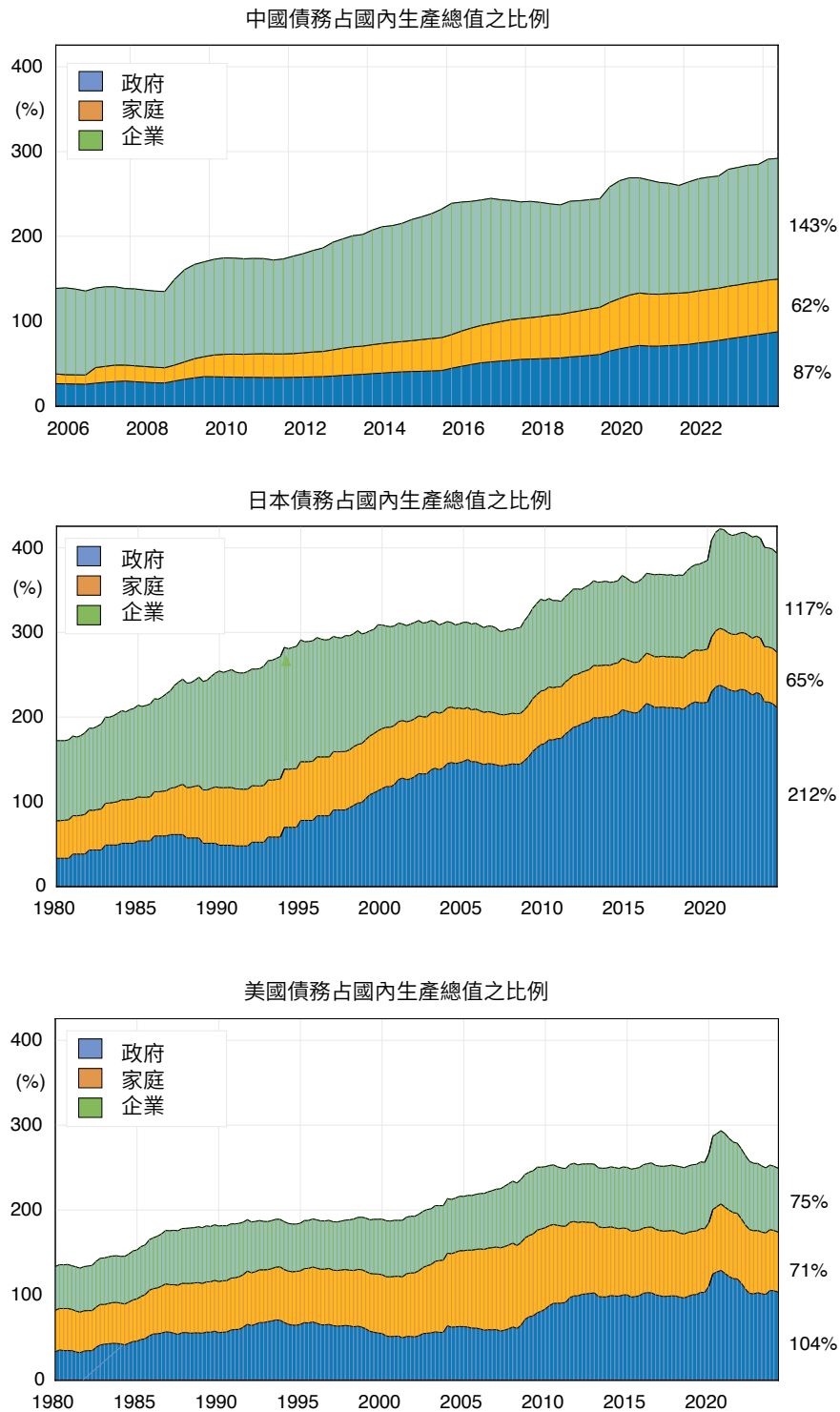
然而，這種進展也伴隨著代價，因為大量政府支持導致了許多失敗、資金流失與產能過剩的問題。圖七顯示了中國、美國與日本的總債務占國內生產總值(GDP)的比例，涵蓋政府、企業與家庭部門的債務。可以明顯看出，在中國以國家主導投資策略推動下，債務水準迅速上升，近期已超越美國，而美國與日本的債務占比自COVID-19疫情以來則大致維持穩定。圖八進一步呈現了三國債務占GDP比例的分項結構。隨著中國房地產泡沫破裂，市場對中國可能在製造業領域再次累積新一輪泡沫的擔憂日益升高。從歷史經驗來看，日本在1980年代泡沫破裂後，出現了企業部門去槓桿化、而政府部門大幅舉債的現象；美國在2007年住房危機後亦出現類似情況，由政府透過擴大舉債來支撐家庭部門的去槓桿過程。我們預期，中國未來可能也將走上相似的道路，即將債務負擔轉移至政府部門，從而讓企業與家庭部門逐步進行去槓桿化調整。

圖七、總債務占國內生產總值之比例



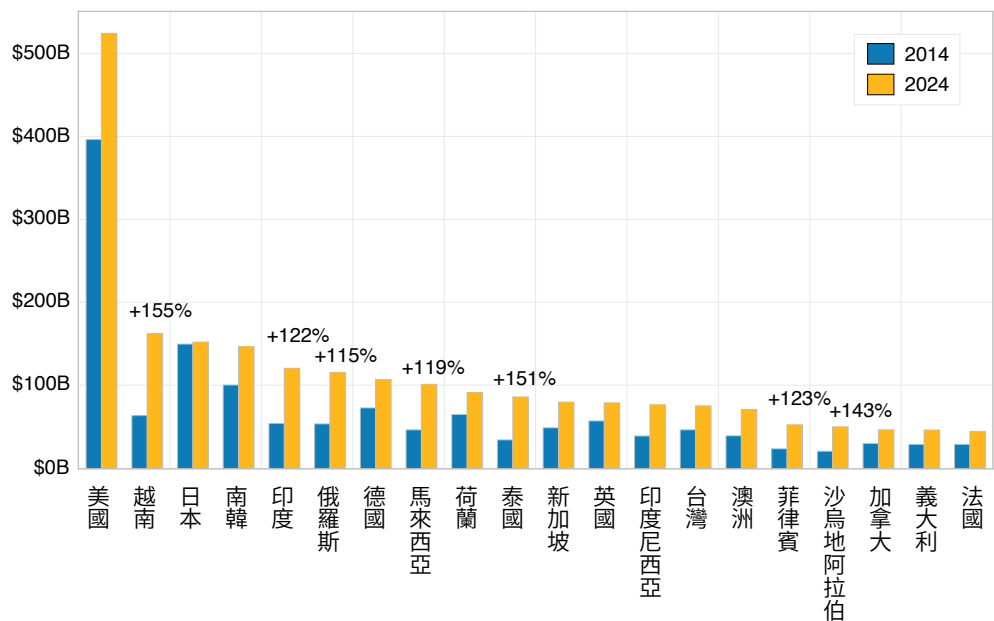
資料來源：國際清算銀行

圖八、中國、日本與美國債務占國內生產總值比例結構分布



資料來源：CEIC資料庫

圖九、2024年中國前二十大出口目的地及出口金額

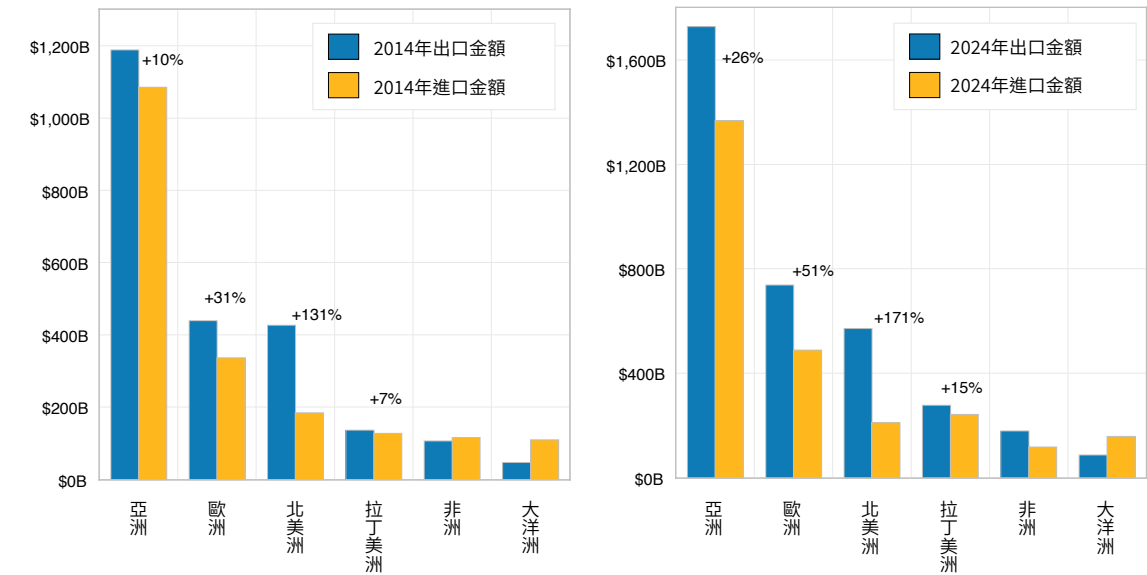


資料來源：CEIC資料庫

隨著中國持續將資源配置於投資與製造業領域，其正積極努力將過剩產能輸出至全球市場，以抵消疲弱的國內需求。部分人士將此現象稱為「中國衝擊2.0」。早在2025年4月川普政府新一波關稅措施推出之前，美國、加拿大與歐盟已對中國出口的電動車產品加徵反傾銷關稅。儘管如此，中國商品仍以極具競爭力的價格大量湧入全球市場。圖九展示了中國於2014年與2024年出口的前二十大目的地。美國仍為中國最大的出口市場，其次依序為越南、日本、南韓與印度。在過去十年間，中國對部分貿易夥伴的出口增幅顯著，其中對越南出口增長了155%、對印度增長122%、對俄羅斯增長115%、對馬來西亞增長119%、對泰國增長151%、對菲律賓增長123%，以及對沙烏地阿拉伯增長143%。

在高關稅壓力下，中國對美國的出口預期將大幅下降。實質上，「川普衝擊2.0」(Trump Shock 2.0) 的主要目標，正是為了在很大程度上抵銷「中國衝擊2.0」(China Shock 2.0) 對美國製造業所造成的影響。儘管如此，只要其他國家未推出新的保護本國產業或調整貿易失衡的措施，中國仍可能持續擴大對其他地區的出口。圖十提供了更宏觀的視角：在2014年，中國對亞洲的出口超過進口約10%，對歐洲的貿易順差為31%，對北美（美國與加拿大）的貿易順差達131%，對拉丁美洲則為7%。至2024年，中國在各地區的貿易順差均有所擴大：對亞洲擴大至26%，對歐洲至51%，對北美至171%，對拉丁美洲至15%。

圖十、私營部門債務總額佔 GDP 的百分比



資料來源：CEIC資料庫

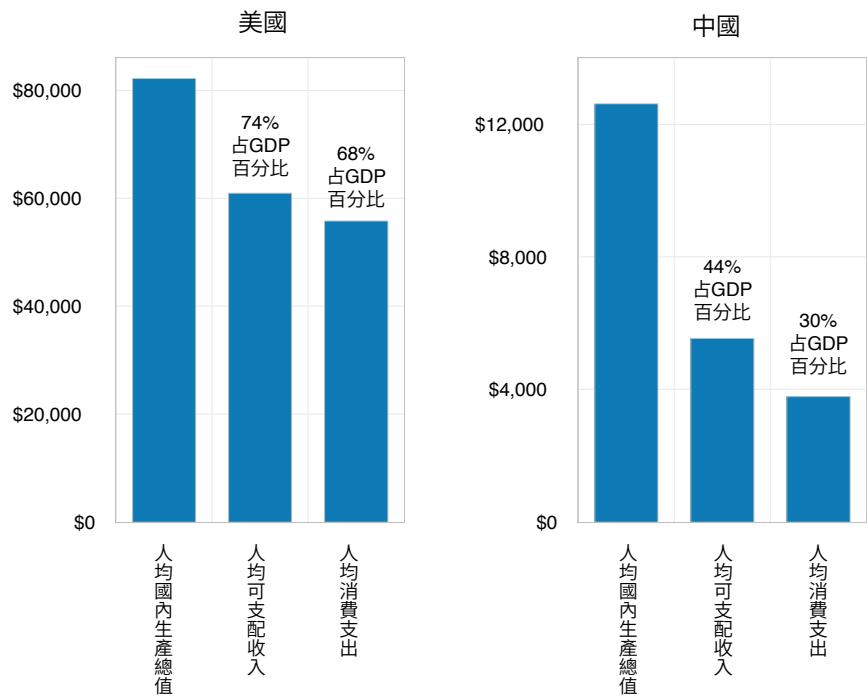
圖十一比較了2023年美國與中國的人均國內生產總值(GDP)、可支配收入與消費支出。儘管美國的人均GDP遠高於中國，但一項重要且經常被忽略的差異是，美國有74%的GDP轉化為家庭可支配所得，而中國僅為44%。造成此差異的原因何在？如前文所述，中國的政策與資源分配中，有相當大一部分優先導向國家主導與私部門主導的投資活動，從而在實質上擠壓了家庭部門的所得空間。因此，中國家庭不僅獲得的國民所得占比偏低，其支出水準亦顯著較低——僅占GDP的30%，而美國則達到68%。

作為全球第二大經濟體，中國家庭消費水準偏低與其長期過度投資及持續性的貿易順差密切相關。當國內儲蓄長期超過國內消費與投資時，便會形成此類結構性失衡。如圖十所示，中國在2024年對全球其他地區錄得9,970億美元的貿易順差，與美國1.2兆美元的貿易逆差形成鮮明對比。這種結構性失衡是當前全

球化體系中一項根本性挑戰。若中國能有效降低投資占比，並大幅提升家庭消費支出，不僅將有助於促進國內經濟結構更加均衡，也將為全球貿易帶來更為可持續的發展動能。

例如，若中國家庭能獲得更高的可支配收入、更完善的社會保障體系（如退休金與醫療保險），以及更少的購買外國商品的障礙，則中國家庭在國內商品與進口商品（包括美國製產品）上的支出預期將會增加。此一消費結構的轉變，將有助於縮減美中貿易逆差，從而降低以關稅作為貿易政策工具的必要性。然而，根據2024年第二十屆三中全會（Third Plenum）所公布的經濟政策方針，中國並未出現明顯背離以往政策的跡象。2025年「兩會」雖然新增了一些刺激經濟的措施，但對於促進國內消費需求的重新導向仍顯不足。

圖十一、2023年美國與中國的人均國內生產總值、可支配收入與消費支出比較



資料來源：美國經濟分析局與中國國家統計局

結論

2025年的經濟局勢，在空前的貿易緊張與財政重組背景下，成為美中兩國發展的關鍵轉捩點。美國第二任川普政府推行的激進關稅政策，意圖重塑全球貿易格局，但同時也伴隨著國內物價上升、消費支出減少及經濟衰退風險上升的代價。與此同時，中國持續依賴出口與過度投資，內需疲弱與內部結構性脆弱問

題，則進一步加劇了全球經濟失衡。儘管美國短期內將面臨高度不確定性與金融市場波動，但透過製造業回流、資本投資與技術創新，有望避免陷入深度衰退。而相較之下，中國所面臨的結構性挑戰將更為嚴峻且持久。可以肯定的是，未來美中經濟關係的結構將更加難以預測，但兩國經濟體系進一步脫鉤的趨勢已十分明顯。

國泰銀行 | 加州大學洛杉磯分校安德森預測



美中經濟報告
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