

目 录

1. 全球：新均衡走向新变局	1
1.1 前情回顾：非常道，新均衡	1
1.2 未来展望：新变局，大不同	4
2. 美国：特朗普 2.0 时代的五大不同	7
2.1 不同之一：全球和美国经济所处周期不同	7
2.2 不同之二：美国劳动力市场供需与结构不同	9
2.3 不同之三：美国经济隐含的中性利率不同	13
2.4 不同之四：财政约束不同	16
2.5 不同之五：特朗普执政经验与效率不同	20
2.6 展望美国经济：特朗普的“不可能三角”	22
3. 欧洲：降息促经济趋稳，面临去工业化挑战	23
3.1 降息下的消费复苏与工业收缩	23
3.2 通胀保持下行，不会对货币政策产生明显干扰	28
3.3 欧英央行降息脚步远未结束	31
4. 日本：内需恢复但外部挑战增多	32
4.1 内部平衡：经济弱复苏，通胀核心稳	32
4.2 外部平衡：出口竞争力下降与汇率贬值	35
4.3 日本经济与货币政策展望	37

非常道，大不同

——2025 年全球经济形势展望

1. 全球：新均衡走向新变局

1.1 前情回顾：非常道，新均衡

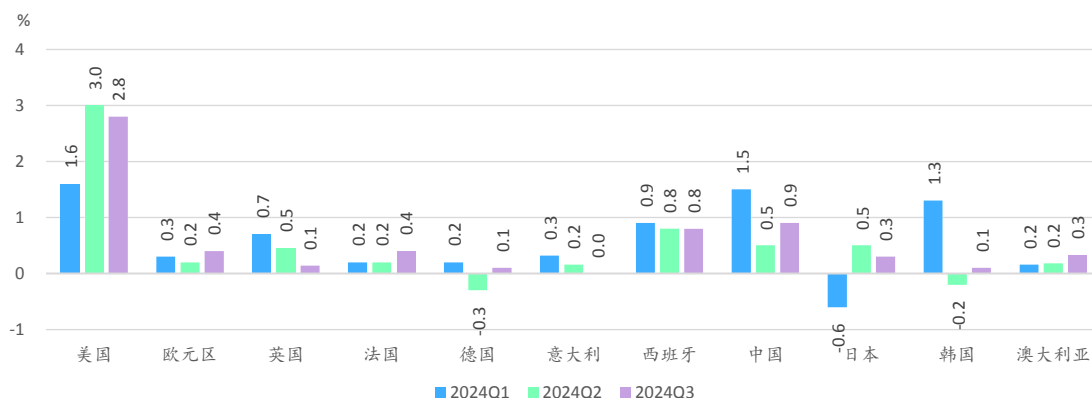
疫情与地缘政治冲突开启 20 年代初百年未有之大变局。自疫情消退以来，全球经济显著分化，美国经济凭借人工智能等高科技的引领一枝独秀，奔赴星辰大海；欧亚大陆陷入动荡之中，俄乌危机和中东乱局致使众多国家的经济增长遭遇了严峻挑战，移民潮与难民问题接连不断，政治光谱左右极化。国际产业链、供应链割裂重组一度导致多年未见的全球通胀再起。

2023 年以来，全球经济在割裂中“走出非常道，形成新均衡”。一是国际产业链供应链艰难修复，区域经济合作方兴未艾，贸易壁垒让资本和商品绕道迂回，全球经济与贸易恢复式增长；二是能源依赖格局悄然改变，中国引领新能源发展迅猛，能源价格回归平稳；三是各国货币政策对抗通胀的努力逐步见效，政策目标在通胀与增长之间趋近于平衡。至 2024 年三季度，全球经济版图的新均衡已初见雏形。

美国经济稳健，欧日走出停滞，新兴市场保持动能

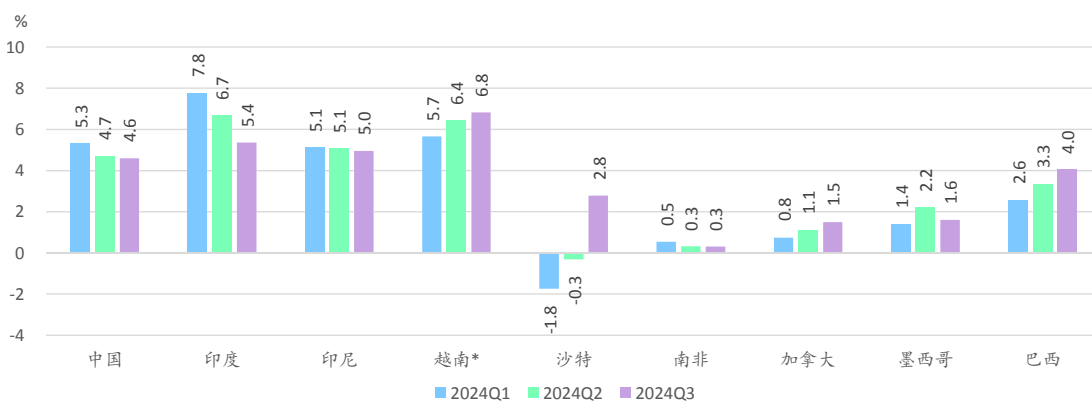
2024 年全球经济在波动中稳健复苏。美国经济增长稳健，一扫年初的衰退预期，“软着陆”趋势显著。欧洲经济走出停滞，欧元区 GDP 连续三个季度环比增长，法国、西班牙表现强劲，德国与意大利有所波折，英国经济动能出现衰减。东亚经济有所分化，日本经济在年初地震中弱势复苏，韩国经济遭遇震荡，中国因经济政策加码而筑底企稳。**在全球产业链新格局下，亚洲新兴市场和部分美国近岸友岸国家引领增长。**前三季度印度经济意外减速；东盟国家保持稳健增长，越南 GDP 同比回升，印度尼西亚保持稳定；拉美国家有所分化，巴西经济提速，但墨西哥经济增长有所减速。

图 1：主要国家近三个季度 GDP 季调环比增长率



资料来源：WIND

图 2：部分国家近三个季度 GDP 实际同比增长率



资料来源：WIND，其中越南为累计同比，其余国家为当季同比

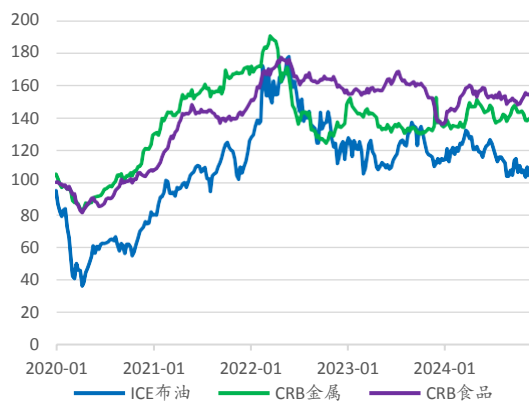
全球商品进入新均衡，各国通胀整体回落

能源依赖格局悄然改变，大宗商品价格逐步进入新的均衡中枢。在经历了 2020-2021 年的大幅上升，以及 2022-2023 年的快速回落后，国际大宗商品价格逐步进入新的均衡中枢，并呈现中幅波动。能源价格上行有顶，下行有底，对各国整体通胀水平的干扰也有所下降。

各国经济复苏与劳动力市场情况的差异，决定了核心通胀黏性不同。美国与西欧通胀表现相对黏性，主要源于劳动力市场的紧张，工资收入保持稳健，但经过一年半的高利率限制性水平，需求降温正在逐步压低核心通胀水平。部分新兴市场国家通胀保持快速回落，源于劳动力充沛和产能的快速修复，其中亚洲新兴经济体的特征更为明显。不过需要看到的是，全球通胀形势继续保持分化状态，仍有不少国家面临严重的通胀压力。这些国家主要分布在地缘政治战乱国家，包括巴勒斯坦、黎巴嫩等国，以及阿根廷、土耳其、委内瑞拉等货币发

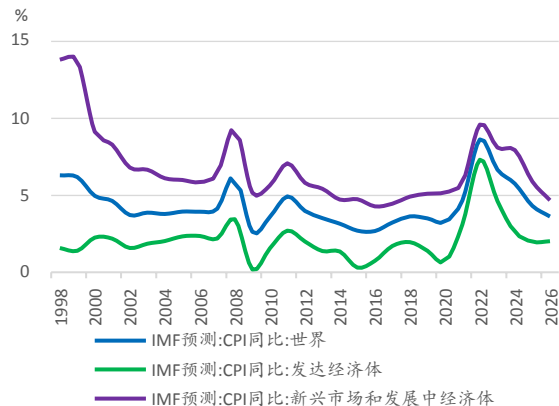
行失控的通胀“老大难”国家。整体看，通胀正在由全球问题变为局部问题，在各国紧缩政策持续显效的情况下，越来越多国家通胀区域达标与稳定。

图 3：国际商品价格走势（2020.1.1=100）



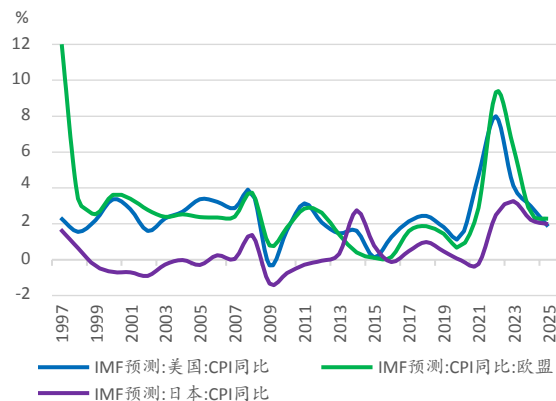
资料来源：WIND

图 4：全球、发达经济体与新兴市场年度 CPI



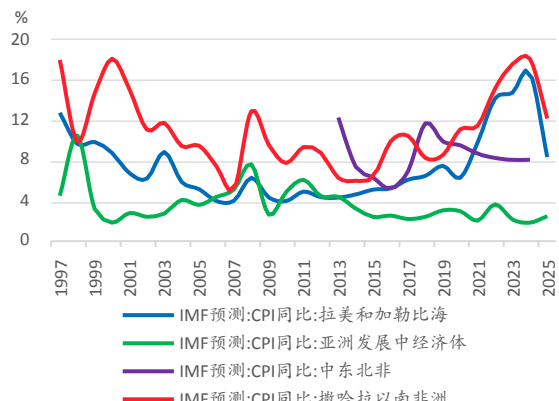
资料来源：IMF，WIND

图 5：主要发达经济体年度 CPI



资料来源：IMF，WIND

图 6：新兴市场主要地区年度 CPI



资料来源：IMF，WIND

多数国家货币政策回到通胀与增长平衡目标

2022 年以来，面对普遍的高通胀问题，各国不得不以压缩需求的方式为通胀降温，以美联储为首的全球央行竞相加息，仅有中国、俄罗斯、土耳其等少数国家处在降息的反周期中。不过 2023 年下半年以来，随着各国经济减速与通胀降温，政策利率已先后见顶。

进入 2024 年，越来越多的国家已选择进入降息通道，政策重心由抗通胀转向更加平衡的目标。目前看，全球央行在货币政策图谱上，由宽松至紧缩方向，依次可以分为“降息途中”“有望开启降息”“观望期”和“加息途中”四大阵营。降息阵营继续扩大，包括：除澳大利亚外的主要成熟市场，中国、印尼、泰国、菲律宾、墨西哥和南非等新兴市场经济体。澳大利亚、印度仍在评判降

息时点，其中印度央行面对经济减速和通胀仍高，采用降准 50bp 替代降息。处在观望阵营的国家较上半年明显减少，包括马来西亚、越南、土耳其，其中越南处在暂停降息的观望期，而土耳其则在一季度大幅加息后进入观望期。处在加息周期的国家则包括日本、俄罗斯。其中日本在 3 月和 7 月两次加息，源于工资—通胀循环形成下经济走出通缩，俄罗斯则面临通胀回升和本币贬值压力。

表 1：2024 年以来全球主要国家央行政策利率变化情况

	24/01	24/02	24/03	24/04	24/05	24/06	24/07	24/08	24/09	24/10	24/11	年初至今	本轮周期至今	当前利率	未来走向
发达国家															
美国									-0.50		-0.25	-0.75	-0.75	4.75	降息路径放缓
欧元区						-0.25			-0.25	-0.25		-0.75	-0.75	3.25	年内仍将降息
日本*			0.10				0.15					0.25	0.25	0.25	年内有加息可能
英国								-0.25			-0.25	-0.50	-0.50	4.75	降息路径放缓
加拿大						-0.25	-0.25		-0.25	-0.50		-1.25	-1.25	3.75	年内仍将降息
澳大利亚												0.00	4.25	4.35	首次降息预期增强
新西兰								-0.25		-0.50	-0.50	-1.25	-1.25	4.25	连续三次降息
瑞士			-0.25			-0.25			-0.25			-0.75	-0.75	1.00	年内仍将降息
新兴市场															
中国							-0.10		-0.20			-0.30	-0.70	1.50	近期超预期降息
韩国										-0.25	-0.25	-0.50	-0.50	3.00	连续两次降息
中国香港									-0.50		-0.25	-0.75	-0.75	5.00	跟随美联储降息
印度												0.00	2.75	6.50	意外降准
印尼				0.25					-0.25			0.00	-0.25	6.00	意外首次降息
泰国										-0.25		-0.25	-0.25	2.25	一年来首次降息
马来西亚												0.00	1.25	3.00	暂无降息预期
菲律宾								-0.25		-0.25		-0.50	-0.50	6.00	连续降息两次
越南*												0.00	-1.50	3.00	去年降息目前观望
巴西		-0.50	-0.50		-0.25				0.25		0.50	-0.50	0.75	11.25	今年第二次加息
俄罗斯							2.00		1.00	2.00		5.00	13.50	21.00	通胀压力大幅加息
墨西哥			-0.25					-0.25	-0.25		-0.25	-1.00	-1.00	10.25	已连续降息四次
土耳其	2.50		5.00									7.50	41.50	50.00	大幅加息后观望
南非									-0.25		-0.25	-0.50	-0.50	7.75	已连续降息两次

资料来源：各国央行

注：中国为 7 天逆回购利率，越南为再贴现利率

1.1 未来展望：新变局，大不同

随着特朗普赢得总统大选，美国政治图谱转向，孤立主义崛起，全球经济新均衡面临挑战，2025 年或成为新变局的一年。一是地缘政治格局或产生重大变化。特朗普主张外交上的“美国优先”，减少对欧洲盟友的支持，尽快解决俄乌危机，或导致美欧关系如其第一任期时的紧张化。二是全球产业链格局或迎新变局。拜登上台以来，美国与主要盟友构建了全球能源供给和产业链的新均衡，在能源上敦促欧洲摆脱对俄罗斯的依赖，在高科技产业链上则努力实现

“去风险化”。然而特朗普还未上台，便已将贸易战提上日程，从其已尝试推出的对墨西哥和加拿大加征全面关税表态来看，美国或对包括欧盟、英国、日本等在内的盟友提高贸易壁垒，以解决美国自身的贸易失衡和制造业就业问题。

三是美国与盟友的经济格局或产生分化。美国因减税、加征关税和劳动力供给下降导致通胀压力上升，盟友则因来自美国的贸易壁垒导致外需下降，对于依赖出口的德国、日本、墨西哥等国的冲击或类似于中美脱钩效应，从而驱使这部分盟友走向就业与通胀的冷却。

美欧日增长格局或再次分化

美国经济保持软着陆，政策落地、通胀与降息形成“特朗普不可能三角”。与特朗普 1.0 时期相比，美国经济将具有更强的经济内生动力、更高的通胀中枢、更紧张的劳动力市场、更高的中性利率和更强的财政约束，特朗普政策充分落地、通胀目标顺利完成和美联储持续降息将至多完成两项，**预计较大可能出现政策落地和美联储降息之间的妥协平衡，而通胀约束将更为刚性。**

欧洲经济或保持有限复苏，但面临去工业化挑战。随着欧洲央行和英国央行持续降息，欧洲经济保持需求复苏，但特朗普的贸易政策或将进一步冲击欧洲疲弱的工业，造成外需收缩和去工业化，影响就业创造并削弱工资—通胀螺旋。预计欧洲经济在 2025 年将弱势复苏，通胀有望触及政策目标，欧英央行也将保持降息节奏。

日本经济内需保持弱势复苏但外部挑战增多。主要产业链或受到全球贸易保护主义再起的影响，以外需和出口为主导的生产端复苏面临考验。短期工资—通胀螺旋效应将保持，但失去生产端支撑的日本内需难以保持持续上涨动力，消费与投资很可能再次趋弱。预计在年末或明年初日本央行的加息后，剩余的加息进程将相当缓慢。

新兴市场经济体稳健增长但风险增加

与发达国家相比，新兴市场经济增速更快，但也面临着更多的分化与挑战。IMF 预计 2025 年新兴经济体将实现 4.2% 的增长，与 2024 年持平，但较上次预测（2024 年 7 月）下调了 0.1 个百分点。

从区域看，东南亚与南亚地区依旧是新兴市场的主要增长动力，但增速或有所放缓，其中印度经济增长面临通胀和工业化进程缓慢等约束，东南亚作为中国

制造转移美国的友岸选择，发展或受到特朗普 2.0 关税政策扰动，增长前景面临不确定性。中东北非地区增长显著分化，石油输出国将表现稳健，与中国的紧密关系正在助力其经济转型，但地区地缘政治的不确定依旧带来较大风险；拉美地区部分国家近岸制造或受到冲击，经济增长也将面临不确定性。

表 2：IMF 对主要经济体的增长预测

IMF世界经济展望（IMF World Economic Outlook）2024年10月										
	2022	2023 Jul.2024发布	2023 Oct.2024发布	调整 幅度	2024e Jul.2024发布	2024e Oct.2024发布	调整 幅度	2025e Jul.2024发布	2025e Oct.2024发布	调整 幅度
世界	3.5	3.3	3.3	0.0	3.2	3.2	0.0	3.3	3.2	-0.1
发达经济体	2.6	1.7	1.7	0.0	1.7	1.8	0.1	1.8	1.8	0.0
新兴经济体	4.1	4.4	4.4	0.0	4.3	4.2	-0.1	4.3	4.2	-0.1
美国	2.1	2.5	2.9	0.4	2.6	2.8	0.2	1.9	2.2	0.3
欧元区	3.3	0.5	0.4	-0.1	0.9	0.8	-0.1	1.5	1.2	-0.3
日本	1.0	1.9	1.7	-0.2	0.7	0.3	-0.4	1.0	1.1	0.1
中国	3.0	5.2	5.2	0.0	5.0	4.8	-0.2	4.5	4.5	0.0
印度	7.2	8.2	8.2	0.0	7.0	7.0	0.0	6.5	6.5	0.0

资料来源：IMF

表 3：OECD 对全球经济增长的预测

经合组织经济展望（OECD Economic Outlook）2024年12月									
	2022	2023	2024e Sep.24发布	2024e Dec.24发布	调整 幅度	2025e Sep.24发布	2025e Dec.24发布	调整 幅度	2026e Dec.24发布
世界	3.4	3.2	3.2	3.2	0.0	3.2	3.3	0.1	3.3
G20	3.0	3.6	3.2	3.3	0.1	3.1	3.3	0.2	3.2
美国	1.9	2.9	2.6	2.8	0.2	1.6	2.4	0.8	2.1
欧元区	3.5	0.5	0.7	0.8	0.1	1.3	1.3	0.0	1.5
日本	1.0	1.7	-0.1	-0.3	-0.2	1.4	1.5	0.1	0.6
中国	3.0	5.2	4.9	4.9	0.0	4.5	4.7	0.2	4.4
印度	7.0	8.2	6.7	6.8	0.1	6.8	6.9	0.1	6.8

资料来源：OECD

表 4：对主要经济体增长和通胀的预测

	全球		美国		欧元区		日本	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
GDP实际增速								
IMF	3.2	3.2	2.8	2.2	0.8	1.2	0.3	1.1
OECD	3.2	3.3	2.8	2.4	0.8	1.3	-0.3	1.5
民银证券	/	/	2.8	2.5	0.8	0.9	-0.1	1.0
年度平均通胀(CPI同比)								
IMF	5.8	4.3	3.0	1.9	2.6	2.3	2.2	2.0
OECD	/	/	2.5	2.1	2.4	2.1	2.6	1.9
民银证券	/	/	3.0	2.3	2.3	2.1	2.6	2.0

资料来源：IMF、OECD、民银证券

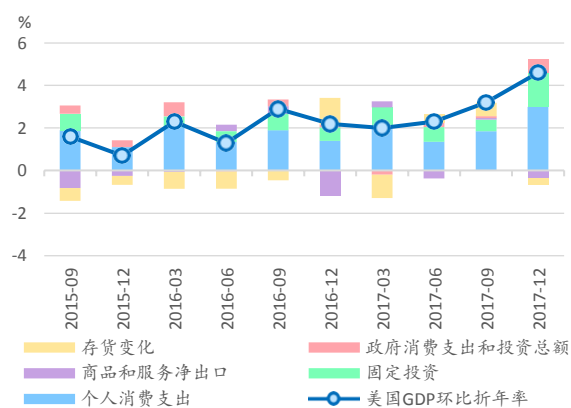
2. 美国：特朗普 2.0 时代的五大不同

自 11 月 6 日美国大选落幕以来，特朗普以超预期的速度组建内阁，并高调宣布了一系列执政思路。特朗普 2.0 来势汹汹，将从多个方面左右美国经济走向。与特朗普 1.0 时代相比，“MAGA”和“美国优先”为核心的执政理念尽管一脉相承，但美国经济所具备的“初始条件”较 2017 年初已大不相同，必然导致执政效果有所偏差。为展望 2025 年美国经济发展走向，我们对比了目前美国经济与政策较 2016 年末的五大不同之处，由此推演 2025 年的经济走向。

2.1 不同之一：全球和美国经济所处周期不同

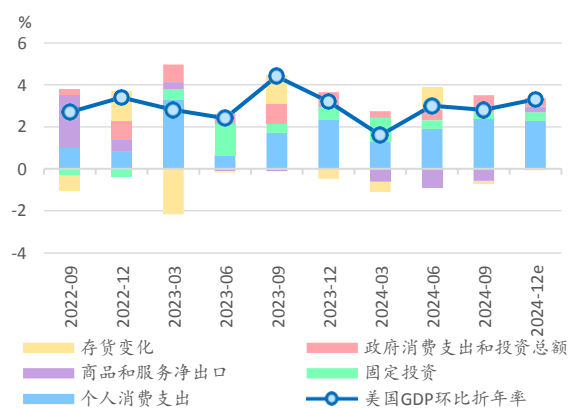
2016 年美国处于经济低谷回升且加息暂停周期中。2015 年 12 月，美联储启动了十年来的首次加息，此次加息并未达到美联储的预期效果，反而对美国经济产生了负面冲击。2015 年四季度美国 GDP 仅环比折年增长 0.7%，2016 年全年美国 GDP 同比增长 1.8%，是 2011-2019 年区间的最慢增速。

图 7：美国 GDP 季调环比结构分解（2015-17）



资料来源：美国经济分析局，WIND

图 8：美国 GDP 季调环比结构分解（2022-24）



资料来源：美国经济分析局，亚特兰大联储，WIND

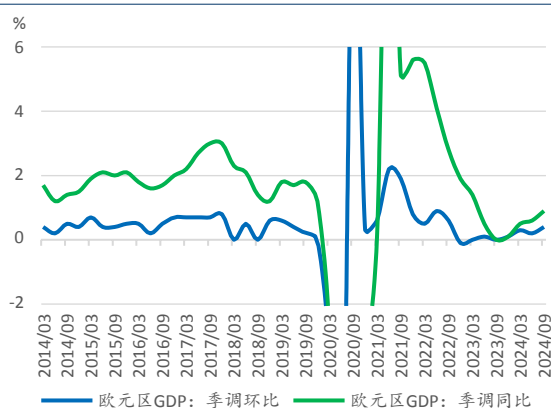
美国经济在 2016 年的减速与全球经济周期亦有关联。当时的世界经济仍在通缩中徘徊，并没有做好美国进入加息周期的准备，欧洲经济在欧债危机中弱势复苏，英国脱欧等“黑天鹅”事件爆发，日本则处在安倍经济学政策体系初步成型状态并仍在与通缩不断对抗。

不过，自特朗普上台后的 2016 年末至 2017 年上半年，美国与全球经济开启复苏模式。2017 年美国季度 GDP 增速逐季抬升，全年实现 2.5% 的增长。从原因看，2016 年初以来原油价格持续回升，能源行业得以从之前的亏损中恢复，为美国经济注入了强劲动力。通胀预期回暖，劳动力市场接近充分就业以及企

业员工平均时薪加速上涨为私人消费的稳健扩张提供了支撑，进而为美国经济增长奠定了坚实的基础。随着经济恢复，美联储于 2017 年开启重新加息。

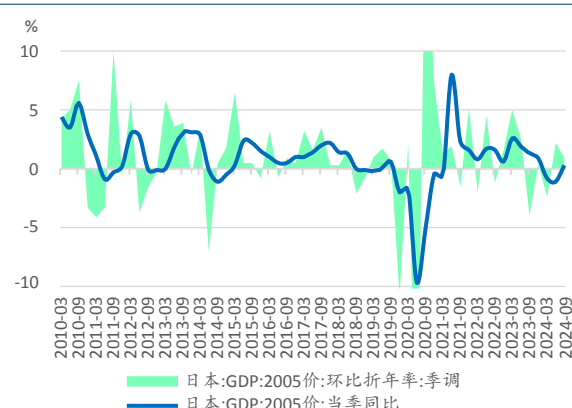
欧洲方面，2017 年开始，在全球需求回暖和货币政策持续宽松的背景下，经济稳步复苏，并且增势更加强劲、分布愈加广泛，成为全球经济增长的重要引擎，西班牙、希腊等欧债危机国家复苏。政治不确定性消除，荷兰、法国、德国等欧元区重要成员国的国内选举均顺利完成、极右翼政党均未上台，西班牙加泰罗尼亚独立危机也得到抑制，欧元区政治风险有所缓解。**日本方面**，安倍经济学效果显现，日本也开始跟随美国推行减税，GDP 环比增速从 2016 年三季度开始保持历史性的连续八个季度未衰退。

图 9：欧元区 GDP 季度同比与环比



资料来源：欧洲统计局，WIND

图 10：日本 GDP 季度同比与年化环比（季调）

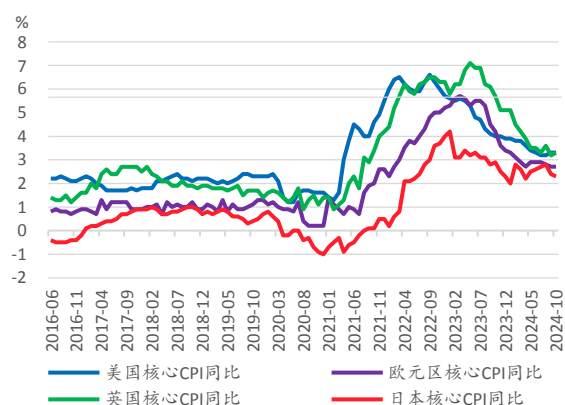


资料来源：美国经济分析局，亚特兰大联储，WIND

与 2016 年末相比，当前全球经济处在经济减速和通胀降温之中。一方面，与 2016 年相比，全球经济正在对抗通胀而非对抗通缩。在经历了 2021 年开始的超级通胀周期，以及全球央行不断加息触及利率高点之后，主要国家经济与通胀均有所降温，全球央行则在 2024 年陆续进入降息周期，不过对抗通胀的战役尚未完成，通胀黏性依旧是主要经济体不可忽视的挑战。

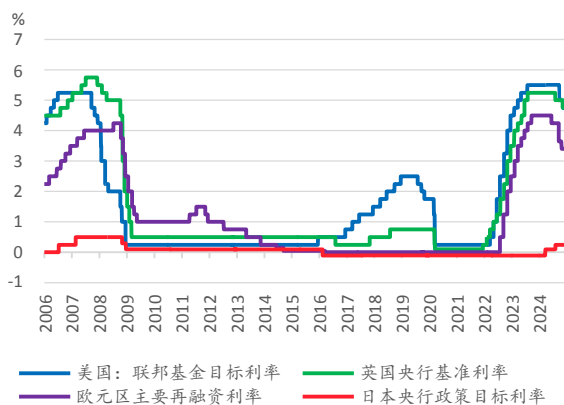
二是目前主要经济体正在降息周期中段，而 2016 年则处在转向加息或者退出宽松阶段。美国、欧元区、英国等发达国家在 2024 年下半年开始陆续降息，而 2017 年美国则在加息周期。日本的情况则戏剧性地相反，2024 年正在逐步走出通缩并退出安倍经济学。

图 11：美、欧、英、日核心通胀同比



资料来源：WIND

图 12：主要经济体政策利率水平



资料来源：WIND

2024 年前三季度美国保持强劲，四季度有望加速增长，一扫年初的衰退忧虑。

相较 2016 年，美国经济的内生动力更强。2024 年三季度，美国 GDP 季调环比增长 2.8%，其中个人消费支出贡献季调环比增长 3.5%，贡献 2.37pp，主要经济的主要支撑力量；固定投资增长 1.73%，贡献 0.31pp，房地产投资减弱但非住宅、设备及知识产权投资表现强劲；政府支出增长 5.0%，贡献 0.83pp，国防支出强劲；存货和净出口则为负向贡献。消费、国防、设备和知识产权投资是推动美国经济保持强劲的主要动力。至 12 月 5 日，亚特兰大联储 GDPNow 预计四季度 GDP 季调环比折年将增长 3.3%，消费贡献达到 2.29pp，依旧是增长的主动力量。

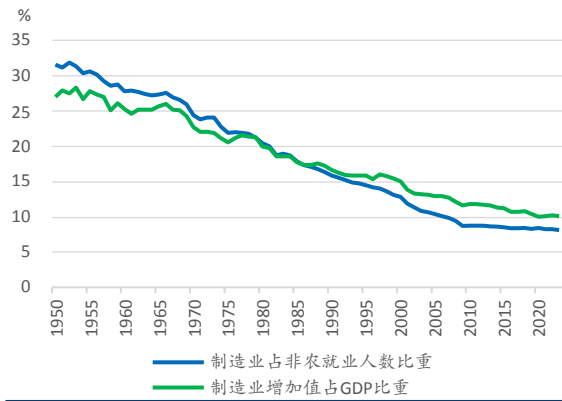
不同的经济周期可能带来不同的政策效果。在 2016 年周期中，全球经济相对低迷，美国经济特别是消费动力偏弱，同时美联储也刚开启十年来的首次加息。由此，特朗普上台后一系列政策的通胀效应并不突出，反而助推了发达国家走出通缩。但倘若类似的政策发生在 2025 年，在充满韧性的经济和降息周期下，美国经济面临的通胀风险要远大于 2017 年。

2.2 不同之二：美国劳动力市场供需与结构不同

上世纪 90 年代全球化加速以来，发达国家劳动力市场产生了深刻变化。由于产业链的制造环节不断向发展中国家转移，导致其制造业不断空心化，引发大量劳动人口由制造业转向服务业。从数据看，美国制造业增加值占 GDP 的比重由 1980 年的 20% 下降到 2023 年的 10.2%，而制造业就业占比则由 20.5% 下降到 8.2%，就业占比降幅超过了产值占比降幅。

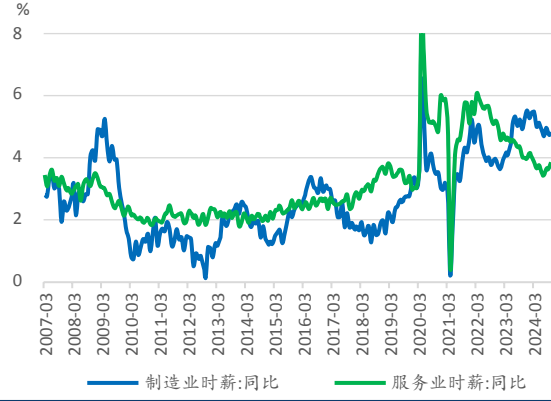
在就业结构相对稳定的经济环境下，实际薪资水平增长的源泉来自于制造业劳动生产效率的提升，并通过就业市场的连通性传导至服务业。但在制造业持续衰落且无法提供充分就业，导致劳动力被动转向服务业转移的情况下，社会实际薪资增长就会受阻，进而减弱工资—通胀循环，这是 1990 年全球化以来发达国家进入长期低通胀的“大缓和”时代的一个重要原因。

图 13：美国制造业就业人数占比与产值占比



资料来源：美国劳工部，WIND

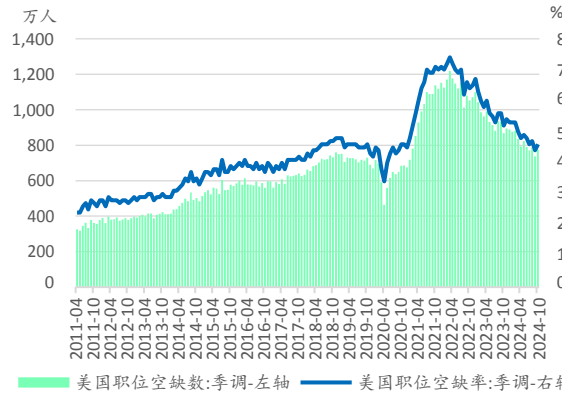
图 14：美国制造业与服务业内薪同比



资料来源：美国劳工部，WIND

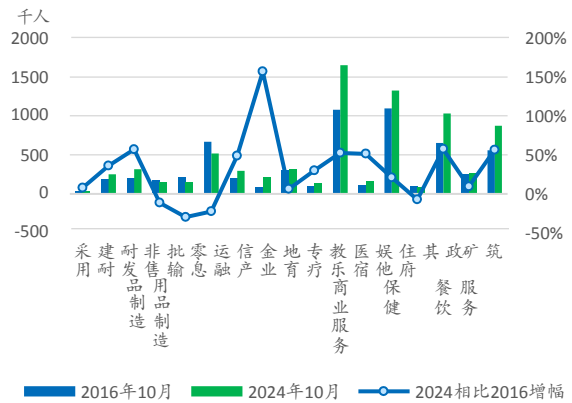
此外，2008 年金融危机后，随着美联储大规模释放流动性，金融业、法律、信息技术等中产阶级聚集的高水平服务业相对获益，薪资水平提升更快。相反的是制造业、建筑业以及基础服务业的薪资增长缓慢，这加剧了社会贫富差距，既限制了社会总需求，也限制了薪资向通胀传导。2016 年的美国就业市场就处在这样的时代背景下，其结果是通胀易下难上。

图 15：美国职位空缺人数与空缺率



资料来源：美国劳工部，WIND

图 16：2024 与 2016 年职位空缺行业结构对比



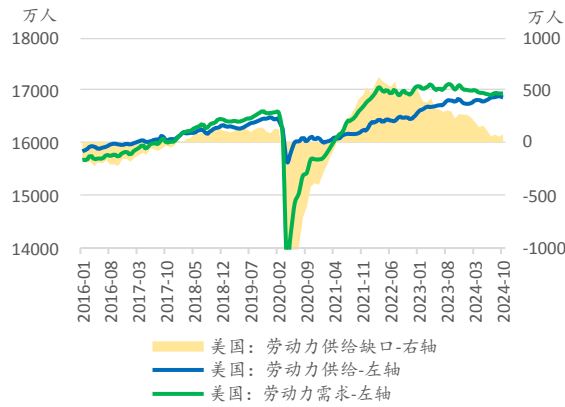
资料来源：美国劳工部，WIND

然而新冠疫情以来，美国劳动力市场的微观结构产生了较大变化。从总量看，疫情导致美国劳动力供需失衡并出现大量劳动力缺口，劳动参与率一度大幅下行，直到近期仍略低于疫情前水平。职位空缺率的上升，打破了原有的薪资格

局，制造业劳动力大量流向基础服务业并压低薪资水平的现象一去不复返。相反，服务业的劳动力高度紧缺反向传导至制造业的薪资水平。

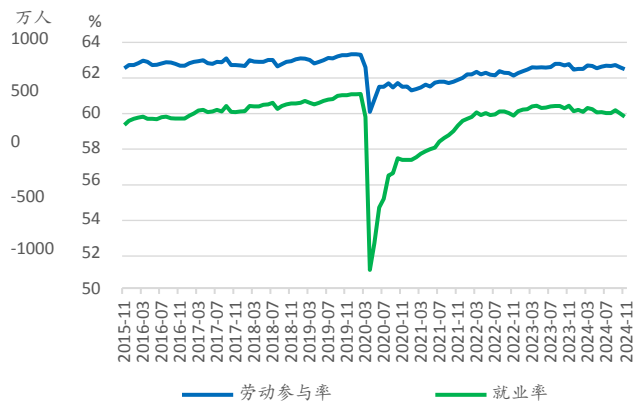
与 2016 年相比，2024 年的美国劳动力市场具有以下不同特征。一是劳动力市场供需由宽松转为紧张。2016 年底美国劳动力过剩约 200 万人，而 2024 年 10 月则依旧存在 80 万人的缺口（疫情期间一度缺口高达 600 万人）。二是职位空缺率升高。2016 年底为 3.8%，而 2024 年 10 月达到 4.6%。三是许多线下基础岗位的空缺率更高。从岗位空缺结构看，建筑业、耐用品制造业、运输业、信息业、教育、住宿餐饮、展业商用服务和政府工作的职位缺口都显著增加了。四是制造业薪资增速已经反超服务业。在工资—通胀螺旋下，工业企业罢工频发推升了制造业薪资水平。

图 17：美国劳动力市场供需情况



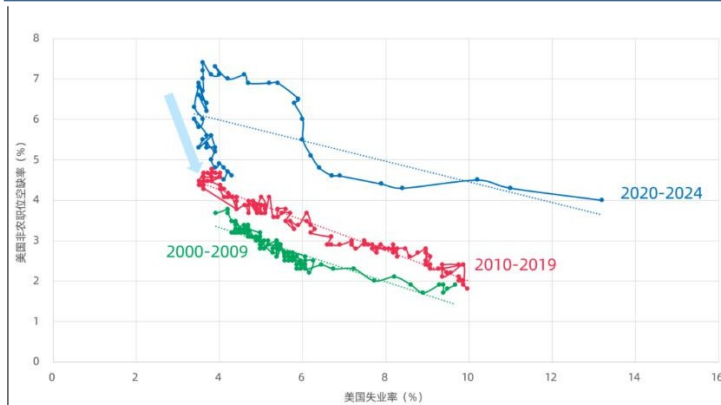
资料来源：美国劳工部，WIND

图 18：美国劳动参与率与就业率



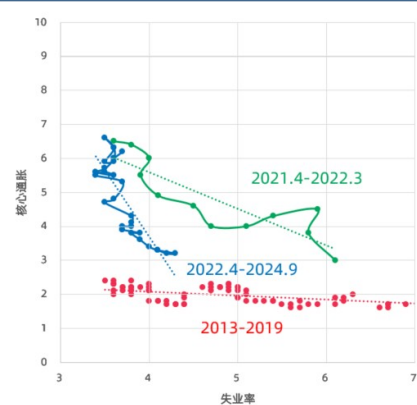
资料来源：WIND

图 19：贝弗里奇曲线的向上平移



资料来源：民银证券，WIND

图 20：菲利普斯曲线陡峭化



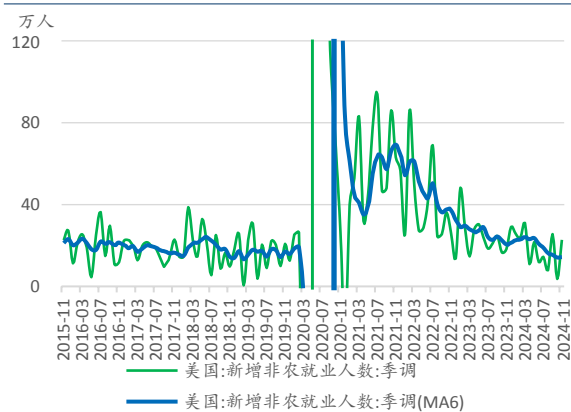
资料来源：民银证券，WIND

这种结构性变化带来的最终结果是贝弗里奇向上平移和菲利普斯曲线的陡峭化。贝弗里奇曲线是描述失业率与职位空缺率关系的曲线，其向上平移表明，相比 2016 年，相同的失业率在 2024 年将对应更高的职位空缺率。这表明疫情

后的美国劳动市场供需结构更加失衡，企业在搜索并雇佣合适劳动力将付出更多的成本。而菲利普斯曲线相比 2016 年，则更加陡峭化，表明薪资相比于失业率更具弹性，在劳动力市场紧张的情况下，劳动工资议价能力更强，一旦失业率下降，更高的职位空缺率将导致更高的薪资涨幅，由此加强工资—通胀循环，使得通胀易上难下。

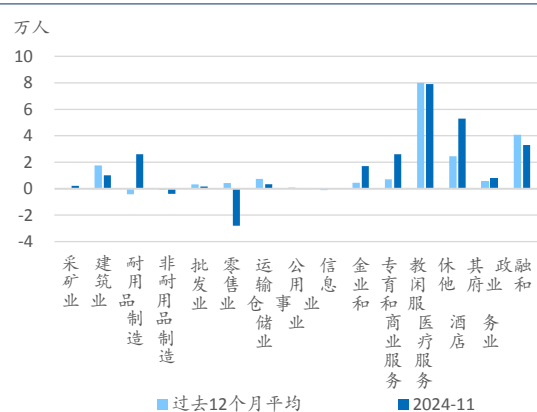
从 2024 年 11 月的非农数据来看，美国就业市场依旧平稳。11 月新增非农就业 22.7 万人，10 月由 1.2 万人上修至 3.6 万人，9 月由 22.3 万人上修至 25.5 万人，合计上修 5.6 万人。6 个月移动平均新增非农就业为 14.3 万人，环比小幅增加。从行业看，耐用消费品制造、金融业、教育医疗、休闲酒店业分别新增 2.6、1.7、2.6、7.9 和 5.3 万人，相较过去 12 个月表现强劲。零售业、非耐用品制造业、信息业表现疲软。

图 21：美国新增非农就业



资料来源：美国劳工部，WIND

图 22：各行业新增非农就业与过去 12 个月均值比较

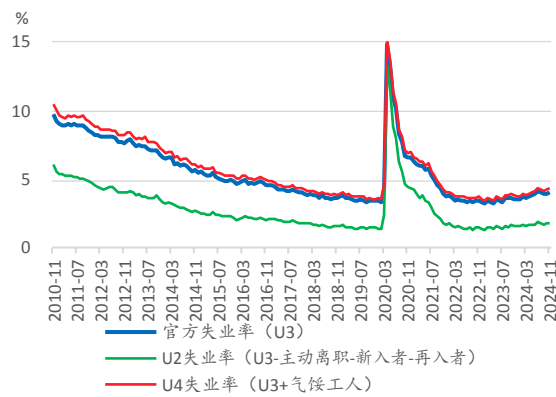


资料来源：WIND

11 月失业率小幅升高 1 个百分点至 4.2%。11 月 U3 口径失业人口为 714.6 万人，较上月增加 18.9 万人。U2 口径中，永久性失业增加 5.8 万人，暂时性失业减少 6.6 万人，完成临时工作增加 1.5 万人，U2 失业率维持在 2.0%，新入与再入职者，主动辞职者合计新增 18.2 万人，是 U3 失业率升高的主因。加入气馁工人的 U4 失业率上升 0.1 个百分点至 4.5%。**萨姆衰退指数为 0.43，与上月持平，就业市场暂无经济衰退信号。**

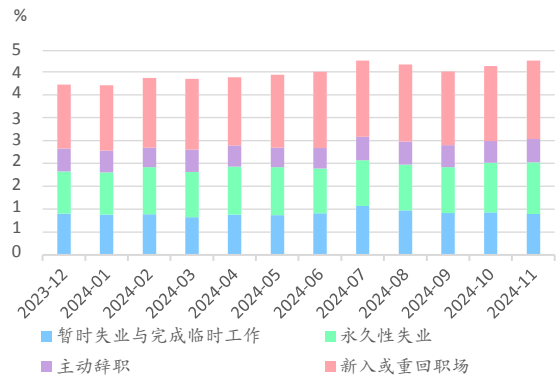
薪资增速仍较高，工资—通胀螺旋仍不能忽视。11 月非农时薪增速为 4.0%，与上月持平，连续两个月保持在 4% 上方，由于周工作时间减少，周薪同比增速下降至 3.7%。从行业看，商品生产薪资增长 4.3%，而服务业增长 4.0%。耐用消费品、信息业、专业也和商业服务薪资增速较快。

图 23：美国主要口径失业率



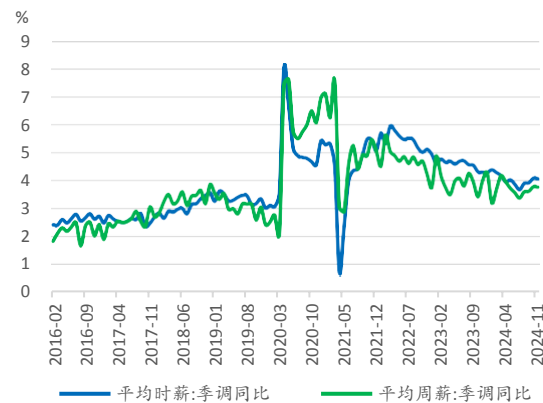
资料来源：美国劳工部，WIND

图 24：美国 U3 失业率成分



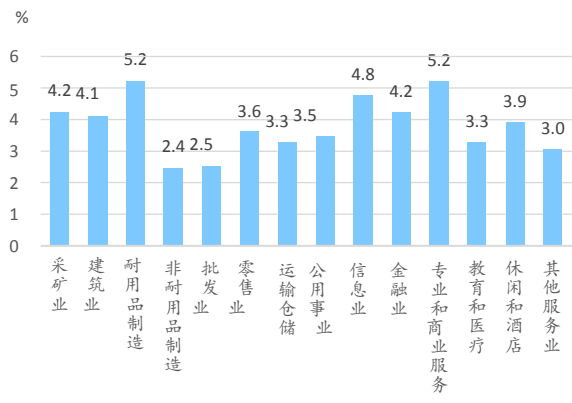
资料来源：美国劳工部，WIND

图 25：美国非农平均时薪与周薪涨幅



资料来源：美国劳工部，WIND

图 26：2024 年 11 月美国各行业平均时薪季调同比



资料来源：美国劳工部，WIND

2024 年以来，尽管劳动力市场的结构紧张正在逐渐改善，但其残留效应依旧存在。相比 2016 年的通胀反应相对钝化，特朗普 2.0 时期的通胀或将更加具有弹性，导致当需求扩张时通胀更易抬升，从而加大了特朗普减税政策、制造业回流和限制移民政策的难度，但不至于重现 2021-2023 年的高通胀时刻。

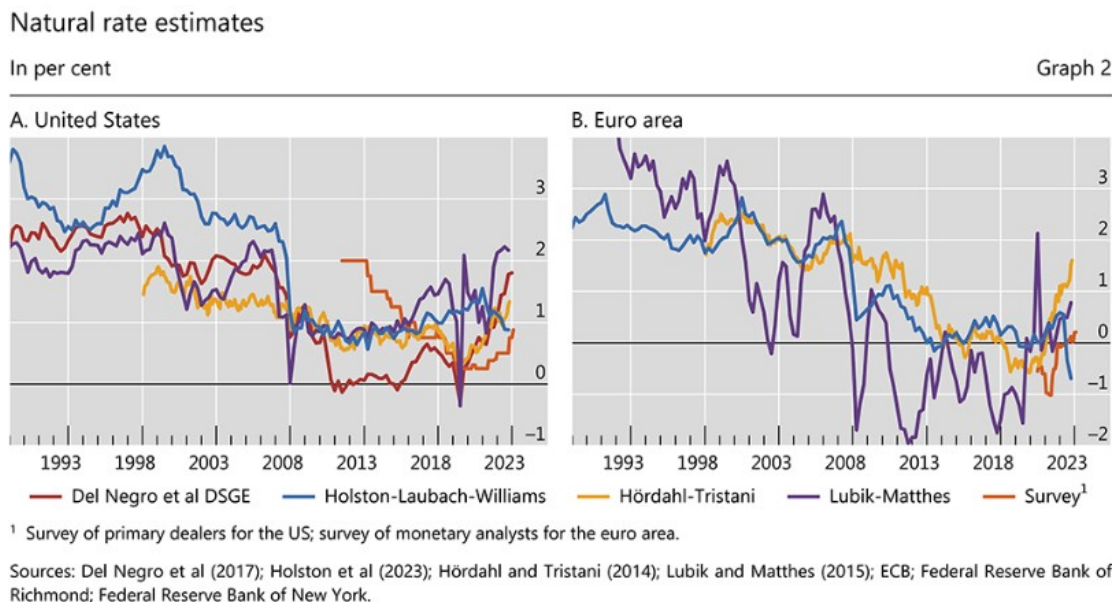
2.3 不同之三：美国经济隐含的中性利率不同

2023 年下半年以来，美国通胀陷入黏性区间，政策利率限制性水平发挥的作用低于预期，因此关于利率限制性水平是否充足也引发市场讨论，而其背后的原因或是源于更高的中性利率水平。

中性/自然利率通常难以直接观察，需要从长期的经济数据中进行测算。然而，不同方法测算出的中性利率往往有所差异，也使得中性利率的变化趋势存在一定争议。流行的测算方法主要有，一是结构性模型测算。如 Del Negro 等人采

用 DSGE 模型进行测算，可预期在未来不同时间点占主导地位的自然利率的估计值。二是半结构模型测算。如纽约联储每季度更新的 Laubach-Williams (2003) 模型以及 Holston-Laubach-Williams (2023) 模型。三是时间序列模型。如 Lubik 和 Matthes 基于三变量时变参数向量自回归模型 (TVP-VAR) 推导出的自然利率，选用的三变量包括通货膨胀、实际产出增长和短期实际利率，随后将自然利率估计为模型对实际利率的五年前预测。四是期限结构模型。如 Hördahl 和 Tristani 在 2014 年使用债券到期收益率信息来推断未来利率的路径和补偿持有长期债券风险的期限溢价。五是通过调查获得。如采用长期政策利率预期水平与长期通胀预期之间的差值来衡量长期自然利率的预期变化。

图 27：多种方法测算的美国与欧元区自然利率



资料来源：Gianluca Benigno, Boris Hofmann, Galo Nuño Barrau and Damiano Sandri, Quo vadis, r*? The natural rate of interest after the pandemic, BIS, March 2024

按照 BIS 在今年三月发布的论文，以上五种方法中，多数结论显示，无论是美国还是欧元区的中性利率在疫情之后均出现了明显上升。（仅有一种方法，即纽约联储 HLW 方法的中性利率在近期出现回落，尽管疫情后也一度上升）。

为何美国与欧洲的中性利率在 2008 年金融危机后不断下降并保持低位，但在疫情之后又出现回升？从已有的观点来看，一是长期经济潜在增速的变化。在金融危机之后主要国家的潜在增长速度都出现了放缓，但这一趋势在近期人工智能等科技进步推动下可能正在回升（尤指美国）。二是人口与老龄化导致储蓄率上升，以及资本投资不足。但是，疫情导致发达国家年龄结构出现变化，储蓄率转为下降，同时公共卫生、绿色经济、地缘政治震荡下的国防开支增加，对中性利率形成了逆转。三是金融危机后避险情绪加剧，对安全资产的需求增

加。然而疫情之后财政支出增加，国债作为安全资产的供给增加，可能抬升了中性利率。四是金融逆全球化和储蓄全球流动受阻。全球地缘政治碎片化，抑制了金融全球化，从而减轻全球储蓄过剩对核心发达经济体自然利率的影响。

与 2016 年相比，当前美国实际利率水平明显较高。为对抗通胀，美联储持续加息，市场利率水平跟随上升。随着 2023 年以来通胀回落和利率水平保持高位，美国部分市场利率的实际水平已升至 2008 年金融危机以来的最高点。相比之下，2016 年末美国美联储仍在加息暂停期，通胀和利率水平保持低位。作为对比，我们选择 10 年期国债收益率、美国银行最优贷款利率和高质量企业债收益率作为三种代表性利率，分别减去美国核心 CPI 和 GDP 平减指数，作为实际利率参考。可以发现，2024 年三季度 10 年期国债实际利率高于 2016 年末约 80bp，美国银行最优贷款实际利率高于 2016 年末约 400bp，高质量企业债实际利率高于 2016 年末约 250bp。

图 28：美国主要实际利率（利率-核心 CPI）

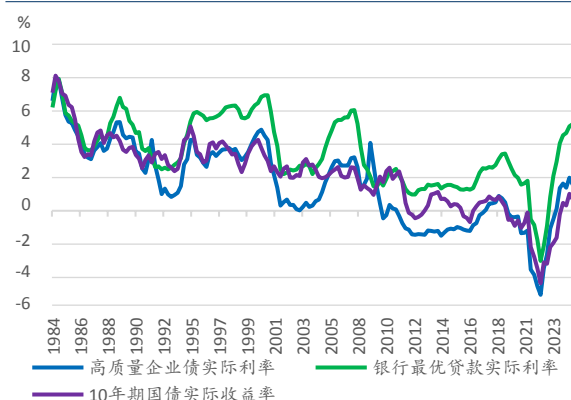


图 29：美国主要实际利率（利率-GDP 平减指数）



资料来源：民银证券，WIND

然而，由于中性利率的升高，利率限制性水平提升幅度相对实际利率较小。我们采用“代表性市场名义利率-核心 CPI-自然利率”的方法测算利率限制性水平。若采用 HLW 模型，则 10 年期国债收益率、美国银行最优贷款利率和高质量企业债利率的限制性水平分别为-5bp、443bp 和 81bp，高于 2016 年末 84bp、397bp 和 257bp，限制性水平的升高幅度略小于实际利率。若采用 LM 模型，则三种代表性利率的限制性水平仅高于 2016 年末-79bp、232bp 和 94bp，利率限制性水平升幅远低于实际利率升幅。

图 30：美国不同利率的限制性水平（HLW 模型）

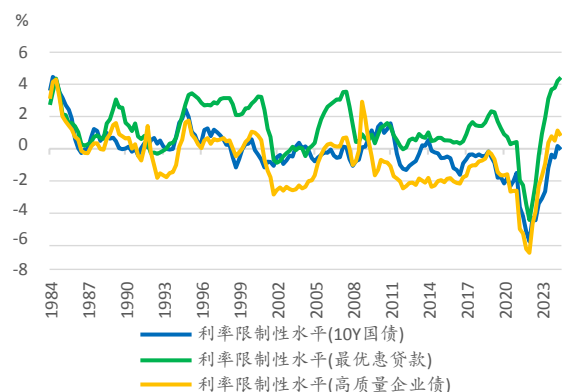
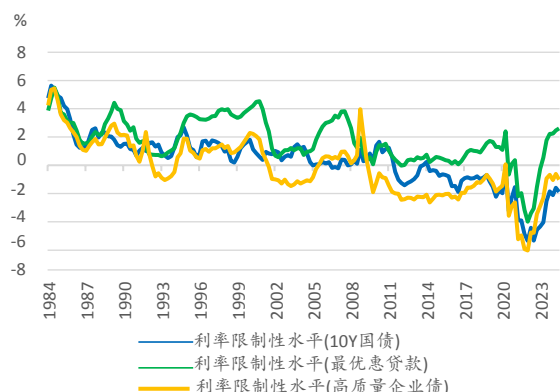


图 31：美国不同利率的限制性水平（LM 模型）



资料来源：民银证券，WIND

不仅从实际运行效果来看，当前美国中性利率水平或存在低估，多位美联储官员也就中性利率上升发表看法。据联邦公开市场委员会（FOMC）11月6-7日会议的纪要显示，美联储官员对中性利率的预估稳步上升，但仍不清楚利率到底有多接近这一水平。鲍威尔在12月初的讲话也表示，美联储在寻找中性利率水平时可以在降息方面更谨慎点。近期明尼阿波利斯联储主席卡什卡利则表示，美国经济所表现出的韧性表明中性利率现在可能更高，也意味着生产率较高以及美联储降息的空间较小。

低估中性利率或导致低估特朗普政策的通胀影响力。如果中性利率确实上升了，则意味着当前货币政策的限制性水平低于预期。在这种情况下，若特朗普就任后意图向美联储施压以降低利率水平，那么其减税、关税和收紧移民等政策对通胀的潜在影响或高于2016年。

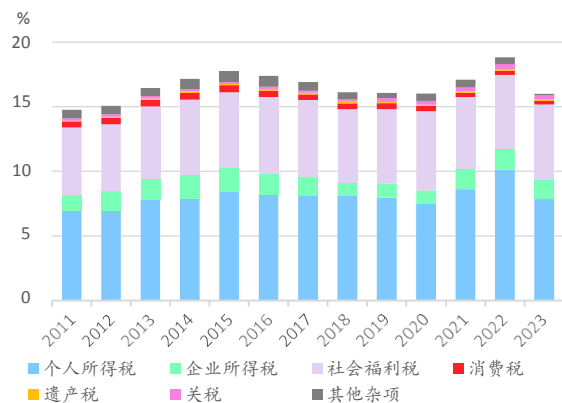
2.4 不同之四：财政约束不同

相对于2016年，2024年的美国财政状况已经出现了很大变化，这将成为特朗普执政政策的重要约束。

财政收入方面，关税收入翻番，但整体占GDP比重下滑。2016年美国财政收入为3.268万亿美元，其中，个人所得税、企业所得税、社会福利税、关税分别占比47.3%、9.2%、34.1%和1.1%。财政收入占GDP的比重为17.5%。在特朗普执政末期（疫情前），在一系列减税和贸易战措施下，企业所得税占比已下降至6.6%，关税占比则升高至2.0%。拜登政府上台后，个人与企业所得税占比重新升高，关税占比则稳定在2%的水平。到2023年，关税收入较2016年翻了一倍有余，个人所得税、企业所得税和社会福利税则大致增长了40%。但

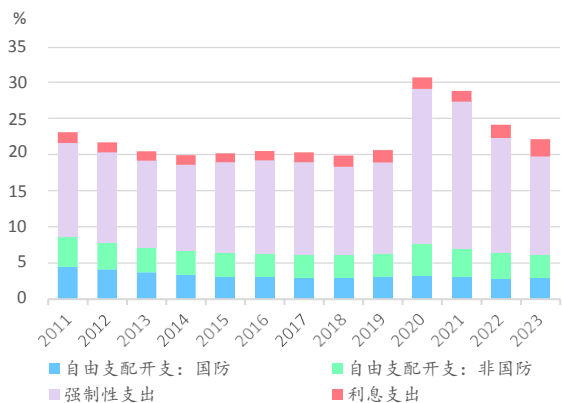
考虑到美国名义 GDP 的大幅增长，到 2023 年，美国联邦政府的财政收入升至 4.439 万亿美元，占 GDP 的比重下降至 16.4%，消费税和杂项收益形成较大拖累。

图 32：美国年度财政收入占 GDP 比重



资料来源：美国国会预算办公室，WIND

图 33：美国年度财政支出占 GDP 比重



资料来源：美国国会预算办公室，WIND

财政支出方面，利息与强制性开支大幅增加。2016 年美国联邦政府的财政支出为 3.852 万亿美元，其中国防开支、非国防自由开支、强制性开支、利息开支分别占比 15.2%、15.6%、63.0%和 6.2%，在特朗普第一任期内，由于推动削减医保支出，强制类支出在 2019 年占比下降至 61.5%，但利息支出占比升至 8.4%。疫情以来，美国财政支出大幅增加，特别是医疗相关的强制性支出大幅增加，2020-2022 年三年中，强制性支出占比升至 70%左右，直到 2023 年尽管占比回落，但相比 2016 年仍增长了 54.6%。此外，随着美联储加息和国债收益率保持高位，联邦政府利息支出大幅增加，2023 年占总支出占比升至 10.7%，全年支出达 6593 亿美元，是 2016 年的 1.7 倍。2023 年全年，美国财政支出达 6.134 万亿美元，较 2016 年增加 59.0%。由于支出增速明显大于收入，2023 年美国联邦政府赤字为率 6.29%，而 2016 年仅为 1.695 万亿美元，赤字率为 3.14%，特朗普 1.0 时期非疫情时期的平均赤字率为 3.96%。

据美国经济分析局（BEA）发布的数据，2024 年前三季度美国联邦政府经常性支出赤字继续增加。前三季度联邦政府经常性收入 3.749 万亿美元，同比增长 3.9%，经常性支出 5.170 万亿美元，同比增长 6.6%，赤字 1.421 万亿美元，同比增长 14.4%。美国财政部月度财政收支过去 12 个月滚动（TTM）的财政赤字达到 2.260 万亿美元，赤字率已升至 7.68%。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/125144121101012013>