

国泰银行 | 加州大学洛杉矶分校安德森预测中心



美中国经济报告

2024 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

通胀放缓后的降息之路

经济学家俞伟雄博士
总监 Jerry Nickelsburg

加州大学洛杉矶分校安德森预测中心
2024年9月

美国就业市场显示出降温的迹象，7月和8月分别仅新增了89,000和142,000个就业岗位。这引发了对经济走向和未来利率的担忧。9月18日，联邦储备局将联邦基金利率下调了0.5%。主席鲍威尔 (Jerome Powell) 解释说，通货膨胀现在正在以可持续的方式回到2%的目标，劳动力市场也已大幅降温。为了实现美联储的最大就业和价格稳定的双重目标，美联储在这个宽松周期的初期阶段采取了积极的降息措施。此前旨在在过去三年内降低通胀的限制性货币政策，正在转向更为正常化的立场。

自上次美中经济报告以来，中国的经济局势并未改善。随着住宅建筑、投资和地方政府财政持续疲软，中国的刺激性政策及其潜在影响现在更加不确定。二十届三中全会之后的声明并未明确说明宏观经济政策是否有任何变化。现在的问题是：中国能否在众多经济挑战中重新激发其增长？

本报告将深入探讨2024/2025年的关键问题：未来美国的降息幅度将有多大？美国能否有效管理通货膨胀并避免经济衰退？中国是否将再次开始强劲增长？如果是，经济的驱动因素将会是什么？

美国经济与展望

正如先前报告所预测的，美国的经济增长正在因高利率、充分就业和实体产能限制而放缓。(图一)展示了薪资就业机会的每月变化，这是一个反映美国经济的关键同步指标。数据显示，自

2024年4月以来，每月薪资就业机会平均增长为15万人，低于4月前每月平均24万的增长。此外，美国劳工统计局最近宣布了对非农业薪资就业人数即将进行的年度基准修订的初步估计，显示截至2024年3月的薪资就业人数减少了81.6万人。这相当于0.5%的基准调整，远高于过去十年0.1%的平均水平。换句话说，薪资就业机会的增长比之前报告的更为疲弱。

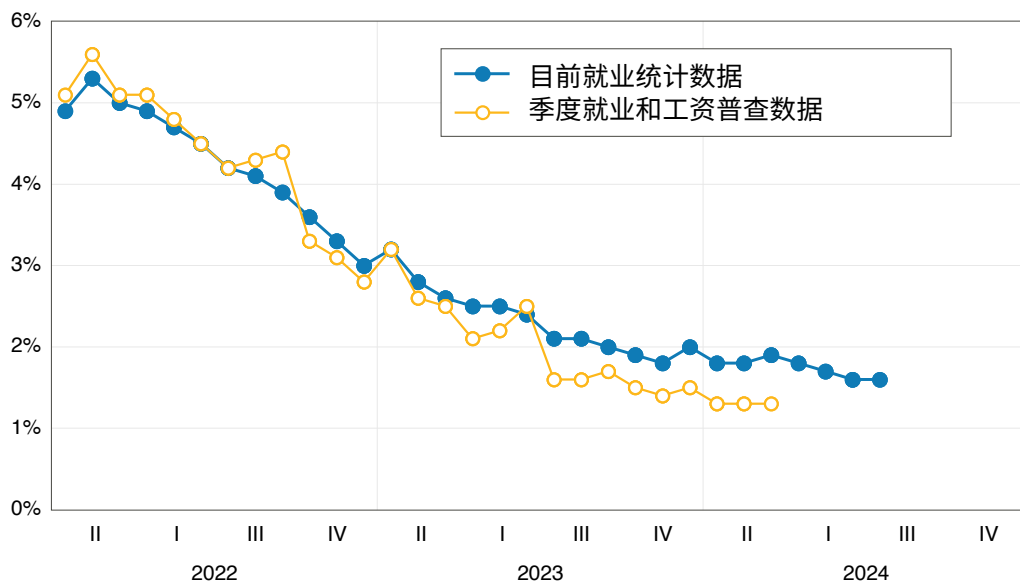
让我们更深入地探讨薪资就业统计数据。(图二)显示了来自两个来源的薪资就业人数同比每月增长情况。蓝线代表来自现行就业统计调查 (CES) 的数据，该调查基于来自11.9万家企业和政府机构的报告，涵盖62.9万个机构，约占全国所有机构的5%和所有非农薪资就业人员的30%。这项调查特别重要，因为它每月发布，为经济提供实时更新。然而，由于其抽样调查的性质，它也经常受到修订和年度基准修订的影响。橙线代表来自季度就业和工资普查 (QCEW) 的数据，该普查基于所有失业保险税账户，涵盖了1,130万个机构。正如普查一词所暗示的，这个来源比CES提供了更广泛和更精确的覆盖范围。事实上，QCEW是年度CES基准修订的基础。我们可以看到，CES报告的就业增长率在过去一年中有所放缓。然而，自2023年7月以来，QCEW报告的就业增长率放缓得更加明显，这与劳工统计局最近的初步修订一致。

尽管美国劳动市场疲软，为何我们仍预测不会出现经济衰退？正如先前报告所讨论的，有三个主要因素帮助美国经济在过去三年中抵御了反通胀加息所带来的挑战。第一个因素是扩张性

图一、美国非农业薪资就业机会的每月变化



图二、美国薪资职位的同比每月成长



资料来源: 美国劳工统计局

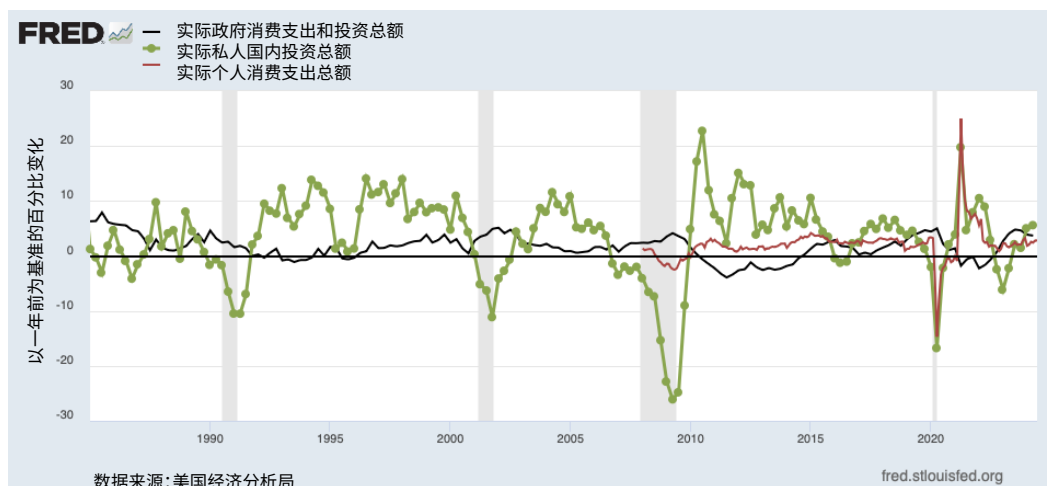
财政政策的延续，这在(图三)的黑线中得到体现，显示了政府实际支出的同比增长。第二个因素是私人投资的持续繁荣，这正在振兴美国制造业并建立人工智能基础设施，这在绿线中有所体现。值得注意的是私人投资往往是商业周期的关键驱动力。红线则代表了实际个人消费的稳定增长，尽管物价上涨，但这一增长仍在继续。由于国内生产总值的三大主要组成部分都呈现正增长，似乎没有立即出现经济衰退的威胁。

第三个因素是我们正在看到强劲的劳动生产率增长，如(图四)所示。这表明在相同的劳动投入下，我们正在产出更多的劳动输出，这最终导致更高的收入和增加的消费。因此，一个良性的经

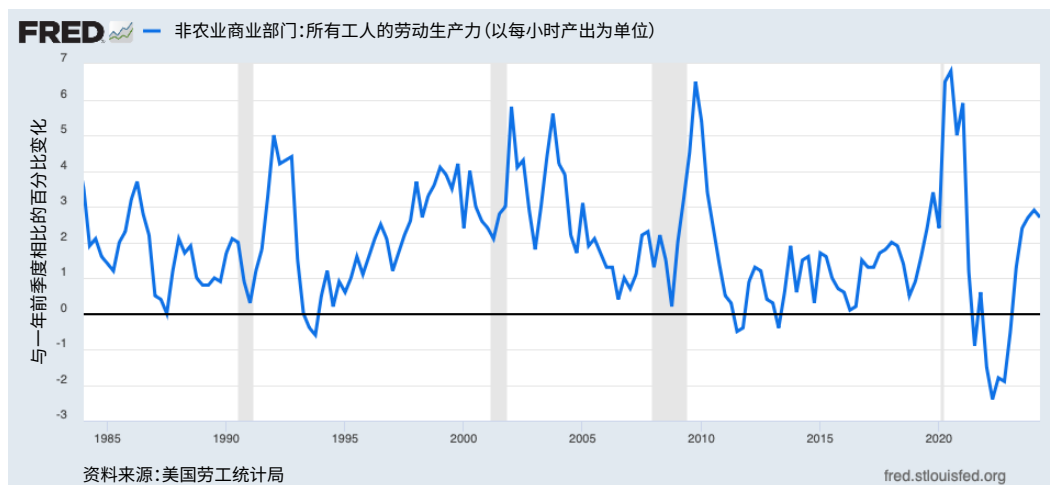
济扩张循环可能会持续。随着通货膨胀趋于稳定，我们认为联邦储备局在9月回应市场对期待已久的降息压力是正确的。

现在问题出现了：在未来两年内，我们可以预期多大的降息幅度？华尔街的许多投资人对过去二十年经历的低利率感到怀念。然而，我们认为回到那样的利率水平是不太可能的。(图五)显示了一个简单的事后短期实际利率，即联邦基金利率减去核心个人消费支出(PCE)的年同比通胀率。这个实际利率有效地代表了消费和投资的真实借贷成本。当它非常低或为负时，容易导致过度投资、资产泡沫、过度消费和通货膨胀。历史数据证明了这一点：1970年代的负利率与大通货膨胀时代相关联。2000年代

图三、美国实际消费、实际投资和实际政府支出的年成长率



图四、劳动生产力年成长率

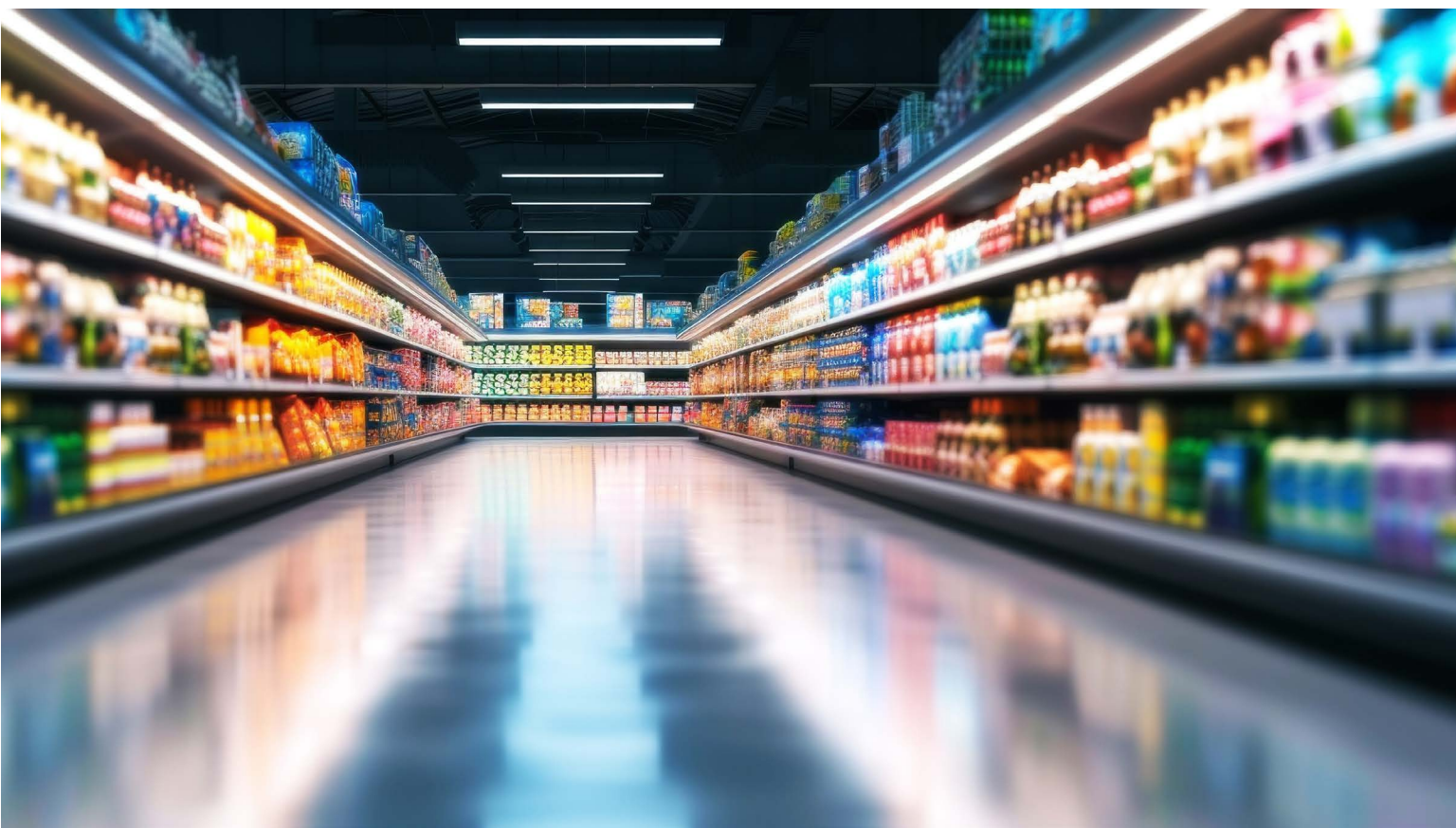
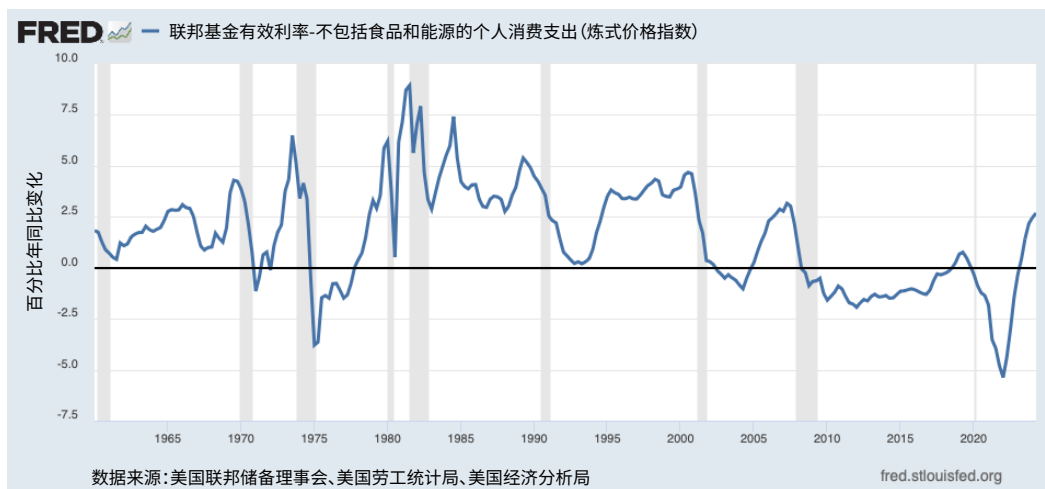


初期，这些利率助长了通货膨胀和房地产泡沫。2010年代期间，负利率没有引发通货膨胀，但导致房价飙升至难以负担的水平。而在2020年代初期，其后果对我们所有人都是显而易见的。

实际短期利率的历史平均值约为1.5%。根据联邦公开市场委员会 (FOMC) 在2024年6月的经济预测摘要，核心PCE通胀率

在2025年的中位数预测为2.3%，联邦基金利率为4.1%，这意味着实际利率为1.8%。如果通胀率下降到2%的目标水平，合理的联邦基金利率应该在3.5%的范围内。关于美国经济更详细的分析，读者可以参考2024年秋季为安德森预测经济展望会议发表的文章。

图五、短期实际利率



中国经济与展望

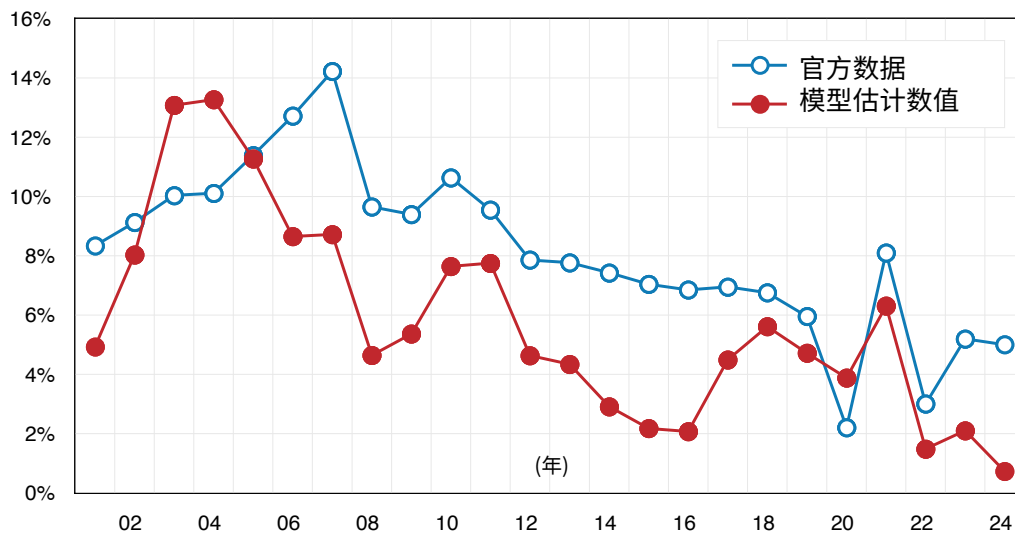
尽管今年广泛观察到中国的消费需求疲软、失业率上升、工资下降和住宅投资大幅下滑，中国政府仍报告2024年上半年国内生产总值(GDP)增长5%。这一数字与普遍的看法形成鲜明对比，并引发了对中国官方统计数据准确性的质疑。通常情况下，出现这种负面指标的西方经济体很可能正处于经济衰退中。为了提供另一种观点，加州大学洛杉矶分校安德森预测中心开发了一个模型，更现实地评估中国的GDP增长。该模型考虑了2023年至2024年上半年四个关键指标的同比增长率：估计能源消耗增长4.2%、二氧化碳排放增长0.3%、总贸易额(出口和进口合计)增长1.4%，以及房价增长-30%。根据这个模型，中国2024年上半年的GDP增长率估计仅为0.7%，明显低于官方估计，并且在考虑预测误差范围时，基本上与零无异。

(图六)显示了我们的模型对中国历史GDP的估计(红线)与国家统计局(NBS)官方数据(蓝线)的比较。很明显，我们的估计持续显示出比官方报告更低的增长率。我们使用了-30%的中国房价估计，以反映房地产泡沫的隐性破裂。政府采取的措施已经

减缓了官方统计中房价的下跌。我们的估计是基于隐含的自由市场价格下降。过去三年，中国的房地产投资连续下降：2022年下降5%，2023年下降14%，2024年上半年下降10%。2024年上半年，住宅建筑完工面积也收缩了22%，回到了2010年的水平。同样，在同一期间，建筑销售面积下降了19%，回到了2014年的水平。通常，房地产泡沫的破裂会引发长期而严重的经济衰退，因为资产价格的急剧下跌会动摇家庭、企业和地方政府的财务状况。这迫使这些群体在努力偿还债务的过程中，大幅减少消费和投资。

正如先前报告所指出的，中国经济的一个核心问题是严重的不平衡，包括固定资产投资在2023年占国内生产总值(GDP)的42%，仅比2021年的43%略有下降。这是多年来持续过度投资的结果。相比之下，家庭消费仅占GDP的39%，明显低于全球其他主要经济体。如下一段详细说明，北京持续优先推行促进投资和生产的政策，而非刺激家庭消费的政策。关注经济状况的中国消费者在过去一年中增加了储蓄率，进一步加剧了国内经济的需求不足。如果不通过增加家庭可支配收入和提高家庭长期收入保障来逐步提升中国消费者的支出，我们对中国经济的近期和长期前景仍将保持悲观态度。

图六、中国 GDP 增长率：官方数据与加州大学洛杉矶分校安德森预测中心的模型估计比较



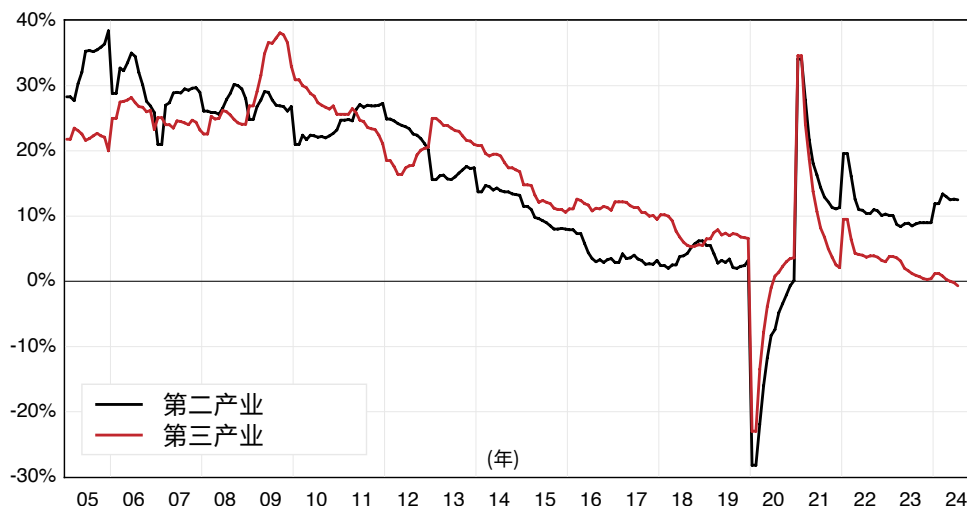
资料来源：中国国家统计局、加州大学洛杉矶分校安德森预测中心
注：2024年的数据和预测范围为2024年的前六个月

随着房地产投资的下滑，人们可能会想知道哪些部门在维持中国的高投资水平。如图七所示，尽管第三产业（服务业，包括房地产、公共交通基础设施如铁路和公路，以及公用事业管理）的固定资产投资增长已停滞，但第二产业（涵盖采矿、制造业和发电）的投资仍然强劲，甚至在2024年有所增加。

（图八）详细展示了这些产业内主要部门的增长率。值得注意的是，房地产部门（红线）在过去三年中出现了负增长。相反，制造

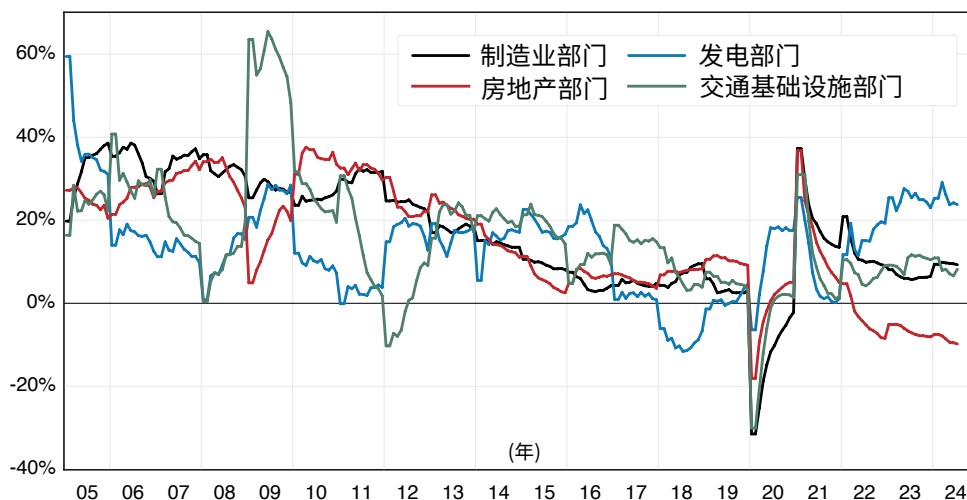
业部门的投资（黑线），包括半导体产业等关键领域——鉴于美国政策限制，被视为对技术和国家安全至关重要——一直保持在高位，超过了2015年至2019年的大部分时期的增长率。此外，发电部门的投资（蓝线），涵盖电力、天然气和水，近年来激增至超过20%，以支持制造业的低成本能源供应。另外，交通基础设施的投资（绿线）持续保持两位数的增长，尽管许多项目面临重大损失和维护挑战。必须强调的是，这种与房地产部门类似的投资水平是无法长期持续的。

图七、中国名义固定资产投资的累计同比增长率



资料来源:CEIC数据库

图八、中国主要部门名义固定资产投资的累计同比增长率



资料来源:CEIC数据库

很明显,在当前的经济环境下,中国消费者单靠自身无法吸收所有中国制造的产品。因此,中国被迫将其过剩的商品出口到国际市场。(图九)展示了中国向世界其他地区的每月名义商品出口,经季节性调整,显示了过去几个月中国出口和贸易顺差的复苏。

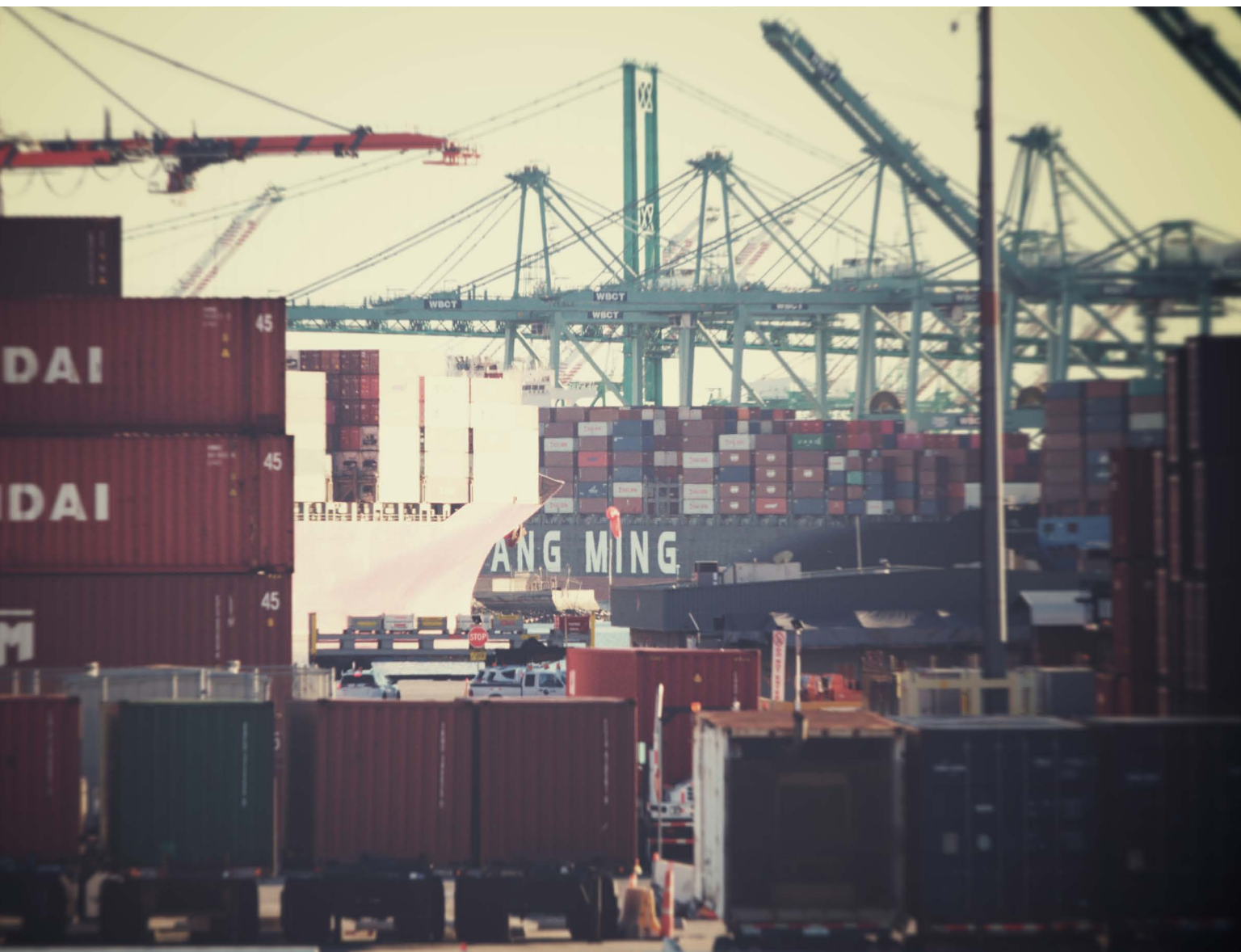
(图十)详细展示了2019年至2024年前七个月中国主要产品货物出口额的增长率。在此期间,中国的货物出口总额增长了44%。值得注意的是,汽车产品经历了显著增长,反映了中国电动汽车极具竞争力的定价。作为回应,2024年,美国和加拿大对中国电动汽车和电动汽车供应链的其他关键组件征收了100%的关税,这相比之前的25%关税提高了许多。此外,欧盟在2024年进行反补贴调查后,对中国电动汽车实施了27.4%至48.1%的临时进口关税。

(图十一)追踪了2019年至2024年前七个月中国按目的地地区分类的货物出口额增长率。为了应对自2018年开始的美国关税和贸易限制,中国已策略性地分散其出口市场。值得注意的增长包括对拉丁美洲的出口增长88%,对非洲增长56%,对大洋洲

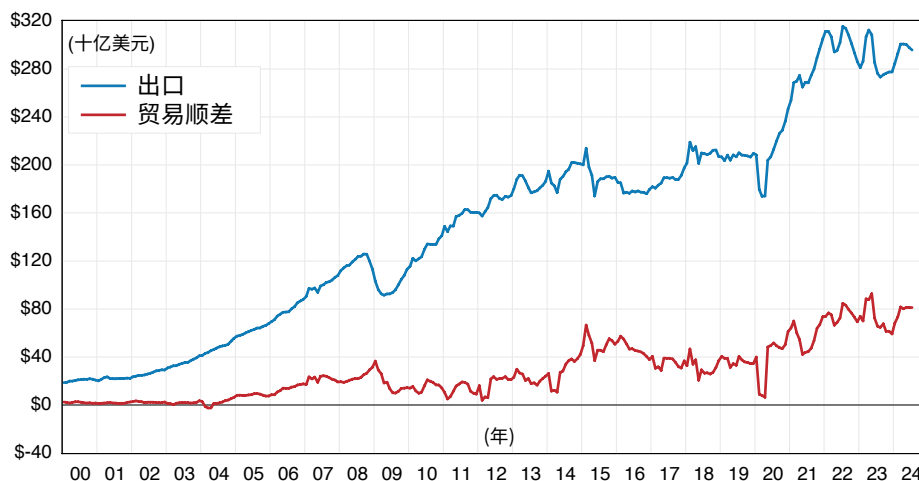
增长55%,以及对欧洲增长49%,其中对俄罗斯的增长尤为显著,达到131%。此外,对亚洲的出口增长了44%,其中对东盟国家的出口增长了71%,而对北美的出口增长了21%。这种战略性的产能出口和多元化表明,未来中国可能会与美国和欧盟以外的国家出现更多的贸易紧张关系。中国的重商主义意识形态,与其内部经济不平衡密切相关,也在引发全球贸易不平衡和挑战方面发挥了关键作用。

结论

目前关于美中经济关系的报告与我们之前的报告相呼应。美国经济正在增长,尽管中国在美国贸易中占有重要地位,但作为GDP百分比,对贸易限制的暴露程度仍然相对较小。中国经济正经历需求疲软,且持续投资于负回报率的基础设施和诱导出口的政策,只会推迟实现持续长期增长所需的结构性调整。预期美国和欧盟将加强与中国的贸易的限制。最终结果将是美国进口增长疲弱甚至负增长,近期内对中国的投资和出口机会将减少。

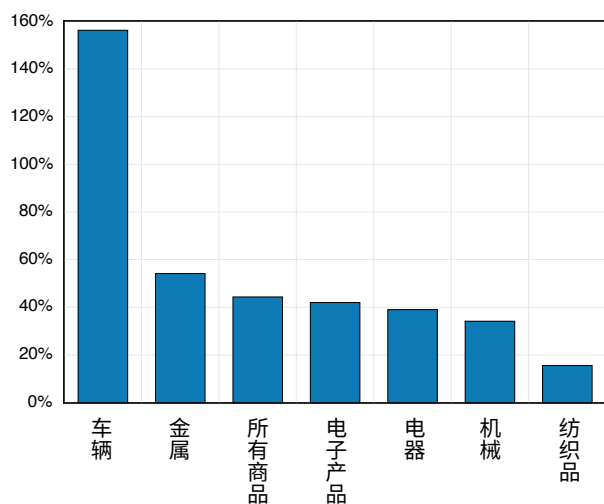


图九、中国每月名义商品出口和贸易顺差 (经季节性调整)



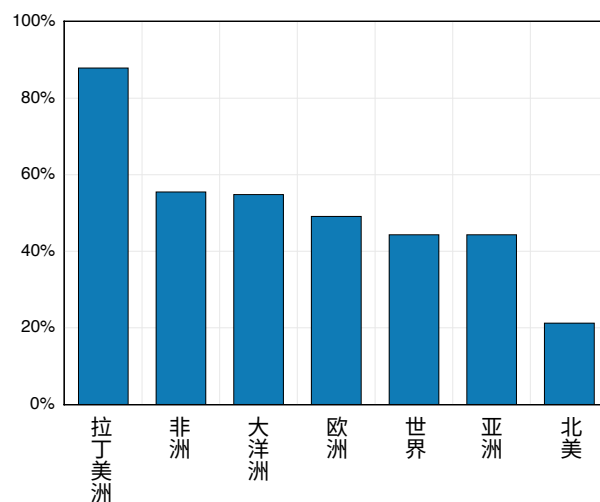
资料来源:CEIC数据库

图十、2019年至2024年前七个月中国主要产品货物出口额的增长率



资料来源:CEIC数据库

图十一、2019年至2024年前七个月中国按目的地区域分类的货物出口额增长率



资料来源:CEIC数据库

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
2024

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 © 2024 UCLA Anderson Forecast. All rights reserved