

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

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。

## 通脹放緩後的降息之路

經濟學家俞偉雄博士  
總監 Jerry Nickelsburg

加州大學洛杉磯分校安德森預測中心  
2024年9月

美國就業市場顯示出降溫的跡象，7月和8月分別僅新增了89,000和142,000個就業崗位。這引發了對經濟走向和未來利率的擔憂。9月18日，聯邦儲備局將聯邦基金利率下調了0.5%。主席鮑威爾(Jerome Powell)解釋說，通貨膨脹現在正在以可持續的方式回到2%的目標，勞動力市場也已大幅降溫。為了實現美聯儲的最大就業和價格穩定的雙重目標，美聯儲在這個寬鬆週期的初期階段採取了積極的降息措施。此前旨在在過去三年內降低通脹的限制性貨幣政策，正在轉向更為正常化的立場。

自上次美中經濟報告以來，中國的經濟局勢並未改善。隨著住宅建築、投資和地方政府財政持續疲軟，中國的刺激性政策及其潛在影響現在更加不確定。二十屆三中全會之後的聲明並未明確說明宏觀經濟政策是否有任何變化。現在的問題是：中國能否在眾多經濟挑戰中重新激發其增長？

本報告將深入探討2024/2025年的關鍵問題：未來美國的降息幅度將有多大？美國能否有效管理通貨膨脹並避免經濟衰退？中國是否將再次開始強勁增長？如果是，經濟的驅動因素將會是什麼？

### 美國經濟與展望

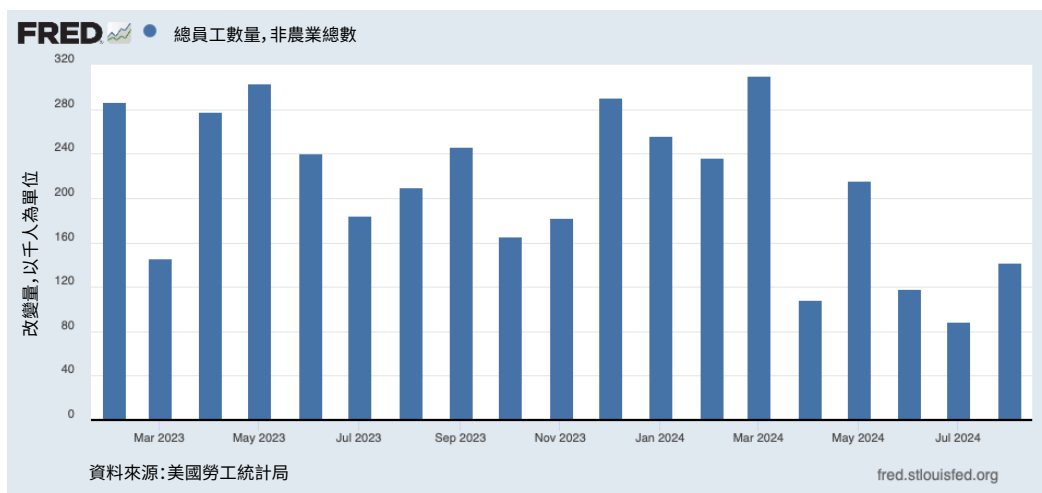
正如先前報告所預測的，美國的經濟增長正在因高利率、充分就業和實體產能限制而放緩。(圖一)展示了薪資就業機會的每月變化，這是一個反映美國經濟的關鍵同步指標。數據顯示，自

2024年4月以來，每月薪資就業機會平均增長為15萬人，低於4月前每月平均24萬的增長。此外，美國勞工統計局最近宣布了對非農業薪資就業人數即將進行的年度基準修訂的初步估計，顯示截至2024年3月的薪資就業人數減少了81.6萬人。這相當於0.5%的基準調整，遠高於過去十年0.1%的平均水平。換句話說，薪資就業機會的增長比之前報告的更為疲弱。

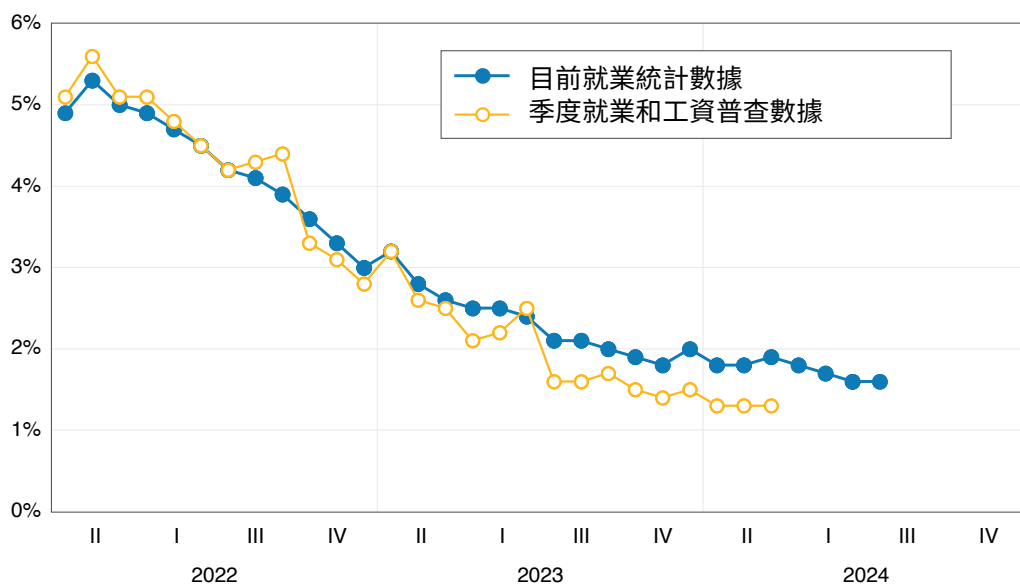
讓我們更深入地探討薪資就業統計數據。(圖二)顯示了來自兩個來源的薪資就業人數同比每月增長情況。藍線代表來自「現行就業統計調查」(CES)的數據，該調查基於來自11.9萬家企業和政府機構的報告，涵蓋62.9萬個機構，約占全國所有機構的5%和所有非農薪資就業人員的30%。這項調查特別重要，因為它每月發布，為經濟提供即時更新。然而，由於其抽樣調查的性質，它也經常受到修訂和年度基準修訂的影響。橙線代表來自「季度就業和工資普查」(QCEW)的數據，該普查基於所有失業保險稅賬戶，涵蓋了1,130萬個機構。正如「普查」一詞所暗示的，這個來源比CES提供了更廣泛和更精確的覆蓋範圍。事實上，QCEW是年度CES基準修訂的基礎。我們可以看到，CES報告的就業增長率在過去一年中有所放緩。然而，自2023年7月以來，QCEW報告的就業增長率放緩得更加明顯，這與勞工統計局最近的初步修訂一致。

儘管美國勞動市場疲軟，為何我們仍預測不會出現經濟衰退？正如先前報告所討論的，有三個主要因素幫助美國經濟在過去三年中抵禦了反通膨加息所帶來的挑戰。第一個因素是擴張性財

圖一、美國非農業薪資就業機會的每月變化



圖二、美國薪資職位的同比每月成長



資料來源: 美國勞工統計局

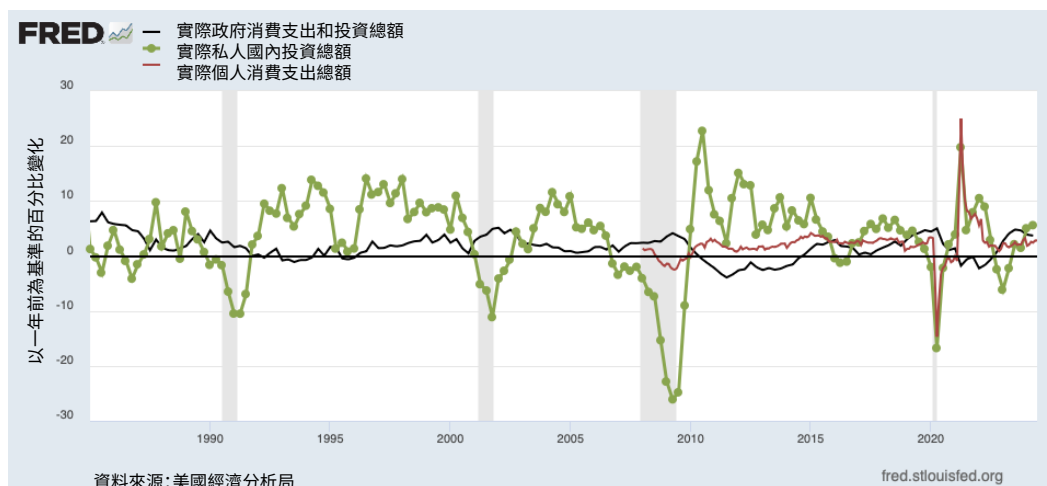
政政策的延續，這在(圖三)的黑線中得到體現，顯示了政府實際支出的同比增長。第二個因素是私人投資的持續繁榮，這正在振興美國製造業並建立人工智能基礎設施，這在綠線中有所體現。值得注意的是私人投資往往是商業週期的關鍵驅動力。紅線則代表了實際個人消費的穩定增長，儘管物價上漲，但這一增長仍在繼續。由於國內生產總值的三大主要組成部分都呈現正增長，似乎沒有立即出現經濟衰退的威脅。

第三個因素是我們正在看到強勁的勞動生產率增長，如(圖四)所示。這表明在相同的勞動投入下，我們正在產出更多的勞動輸出，這最終導致更高的收入和增加的消費。因此，一個良性的經

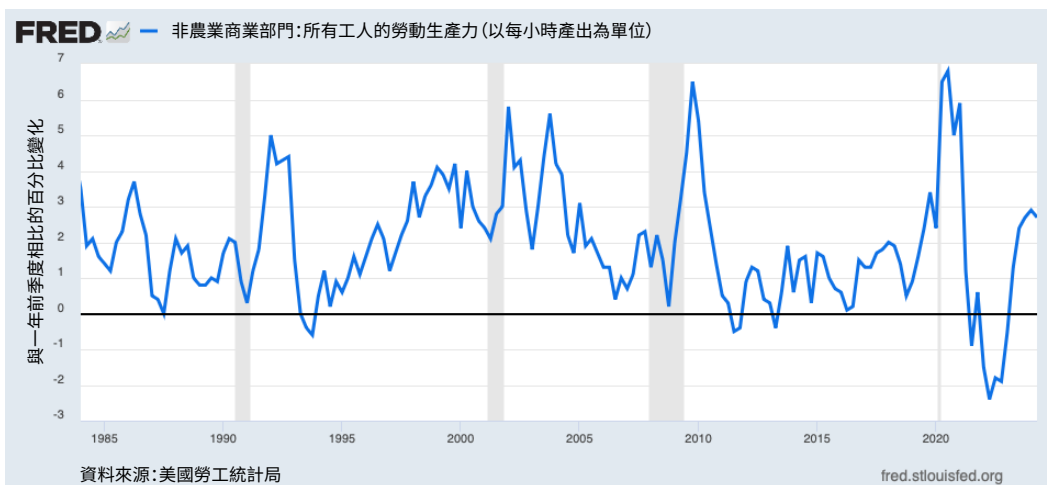
濟擴張循環可能會持續。隨著通貨膨脹趨於穩定，我們認為聯邦儲備局在9月回應市場對期待已久的降息壓力是正確的。

現在問題出現了：在未來兩年內，我們可以預期多大的降息幅度？華爾街的許多投資人對過去二十年經歷的低利率感到懷念。然而，我們認為回到那樣的利率水平是不太可能的。(圖五)顯示了一個簡單的事後短期實際利率，即聯邦基金利率減去核心個人消費支出(PCE)的年同比通脹率。這個實際利率有效地代表了消費和投資的真實借貸成本。當它非常低或為負時，容易導致過度投資、資產泡沫、過度消費和通貨膨脹。歷史數據證明了這一點：1970年代的負利率與「大通貨膨脹」時代相關聯。2000年

圖三、美國實際消費、實際投資和實際政府支出的年成長率



圖四、勞動生產力年成長率

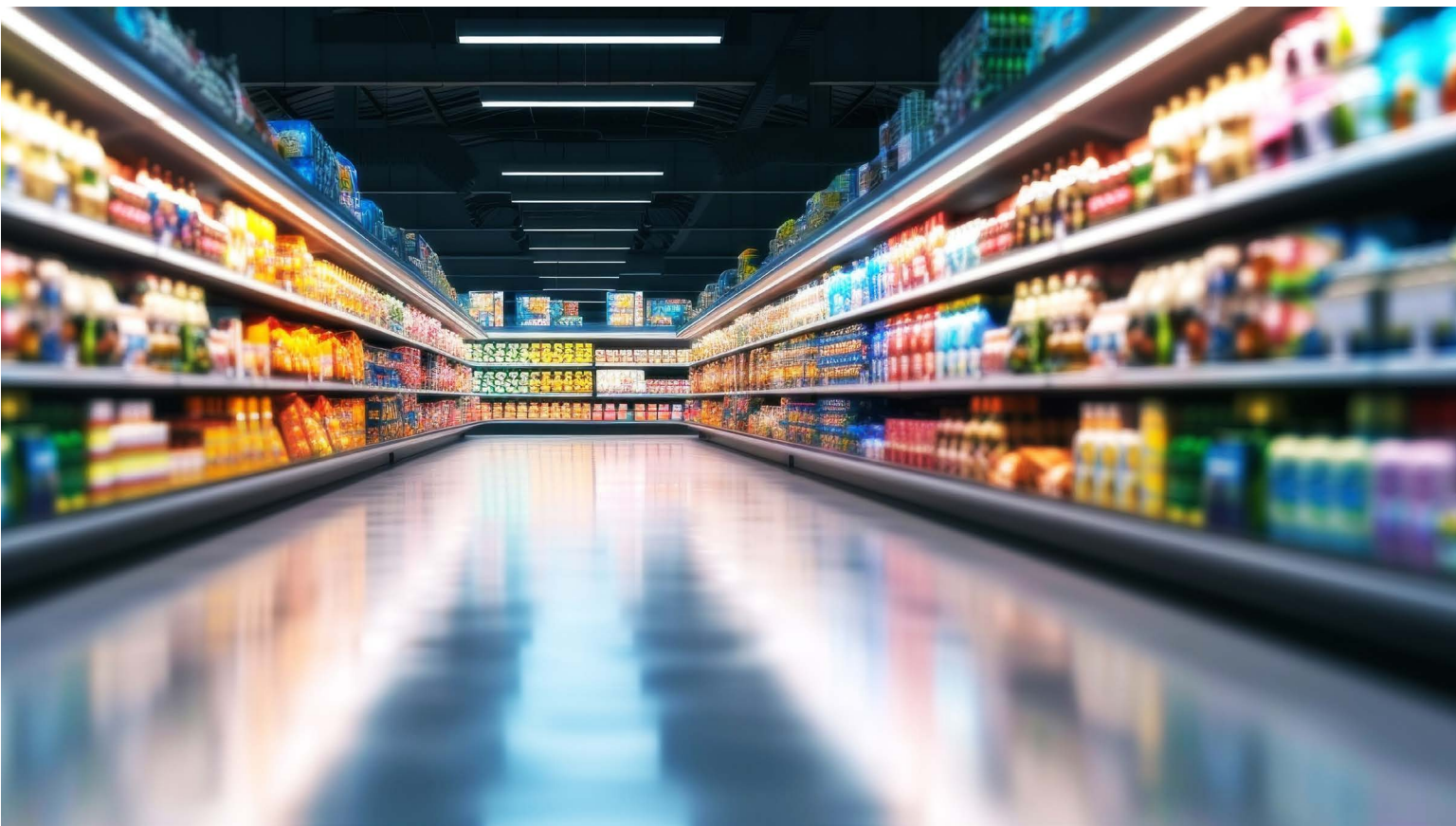
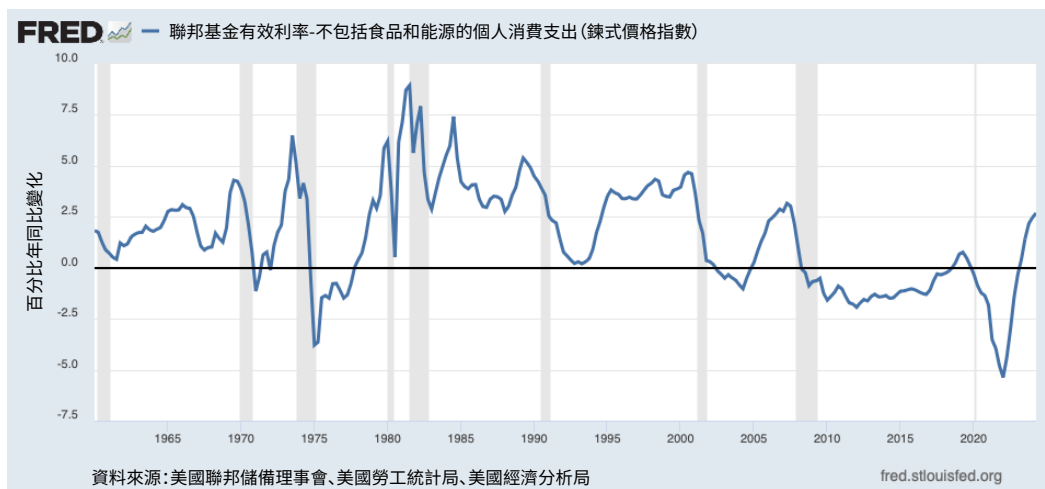


代初期，這些利率助長了通貨膨脹和房地產泡沫。2010年代期間，負利率沒有引發通貨膨脹，但導致房價飆升至難以負擔的水平。而在2020年代初期，其後果對我們所有人都是顯而易見的。

實際短期利率的歷史平均值約為1.5%。根據聯邦公開市場委員會 (FOMC) 在2024年6月的經濟預測摘要，核心PCE通脹率

在2025年的中位數預測為2.3%，聯邦基金利率為4.1%，這意味著實際利率為1.8%。如果通脹率下降到2%的目標水平，合理的聯邦基金利率應該在3.5%的範圍內。關於美國經濟更詳細的分析，讀者可以參考2024年秋季為安德森預測經濟展望會議發表的文章。

圖五、短期實質利率



## 中國經濟與展望

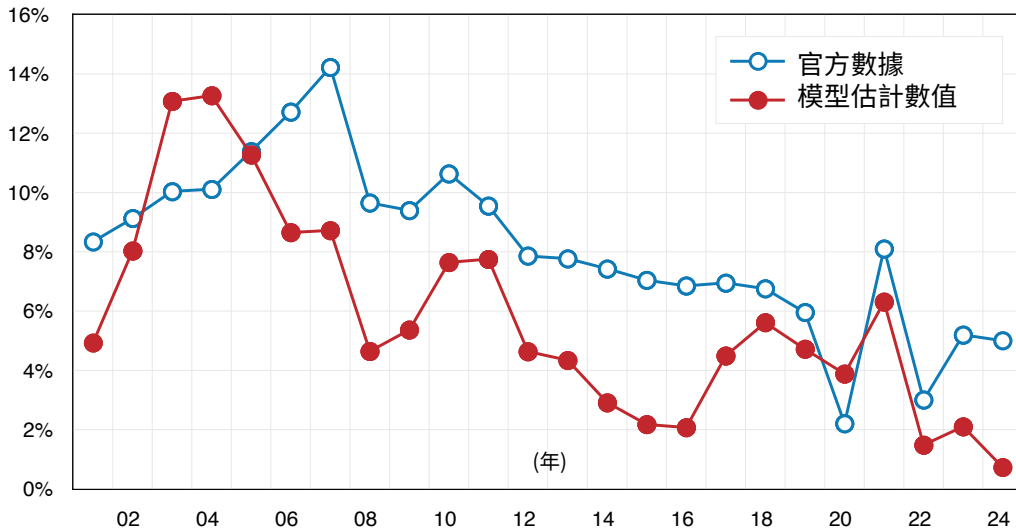
儘管今年廣泛觀察到中國的消費需求疲軟、失業率上升、工資下降和住宅投資大幅下滑，中國政府仍報告2024年上半年國內生產總值(GDP)增長5%。這一數字與普遍的看法形成鮮明對比，並引發了對中國官方統計數據準確性的質疑。通常情況下，出現這種負面指標的西方經濟體很可能正處於經濟衰退中。為了提供另一種觀點，加州大學洛杉磯分校安德森預測中心開發了一個模型，更現實地評估中國的GDP增長。該模型考慮了2023年至2024年上半年四個關鍵指標的同比增長率：估計能源消耗增長4.2%、二氧化碳排放增長0.3%、總貿易額(出口和進口合計)增長1.4%，以及房價增長-30%。根據這個模型，中國2024年上半年的GDP增長率估計僅為0.7%，明顯低於官方估計，並且在考慮預測誤差範圍時，基本上與零無異。

(圖六)顯示了我們的模型對中國歷史GDP的估計(紅線)與國家統計局(NBS)官方數據(藍線)的比較。很明顯，我們的估計持續顯示出比官方報告更低的增長率。我們使用了-30%的中國房價估計，以反映房地產泡沫的隱性破裂。政府採取的措施已經

減緩了官方統計中房價的下跌。我們的估計是基於隱含的自由市場價格下降。過去三年，中國的房地產投資連續下降：2022年下降5%，2023年下降14%，2024年上半年下降10%。2024年上半年，住宅建築完工面積也收縮了22%，回到了2010年的水平。同樣，在同一期間，建築銷售面積下降了19%，回到了2014年的水平。通常，房地產泡沫的破裂會引發長期而嚴重的經濟衰退，因為資產價格的急劇下跌會動搖家庭、企業和地方政府的財務狀況。這迫使這些群體在努力償還債務的過程中，大幅減少消費和投資。

正如先前報告所指出的，中國經濟的一個核心問題是嚴重的不平衡，包括固定資產投資在2023年佔國內生產總值(GDP)的42%，僅比2021年的43%略有下降。這是多年來持續過度投資的結果。相比之下，家庭消費僅佔GDP的39%，明顯低於全球其他主要經濟體。如下一段詳細說明，北京持續優先推行促進投資和生產的政策，而非刺激家庭消費的政策。關注經濟狀況的中國消費者在過去一年中增加了儲蓄率，進一步加劇了國內經濟的需求不足。如果不通過增加家庭可支配收入和提高家庭長期收入保障來逐步提升中國消費者的支出，我們對中國經濟的近期和長期前景仍將保持悲觀態度。

圖六、中國 GDP 成長率：官方數據與加州大學洛杉磯分校安德森預測中心的模型估計比較



資料來源：中國國家統計局、加州大學洛杉磯分校安德森預測中心  
註：2024年的數據和預測範圍為2024年的前六個月



隨著房地產投資的下滑，人們可能會想知道哪些部門在維持中國的高投資水平。如(圖七)所示，儘管第三產業(服務業，包括房地產、公共交通基礎設施如鐵路和公路，以及公用事業管理)的固定資產投資增長已停滯，但第二產業(涵蓋採礦、製造業和發電)的投資仍然強勁，甚至在2024年有所增加。

(圖八) 詳細展示了這些產業內主要部門的增長率。值得注意的是，房地產部門(紅線)在過去三年中出現了負增長。相反，製造業

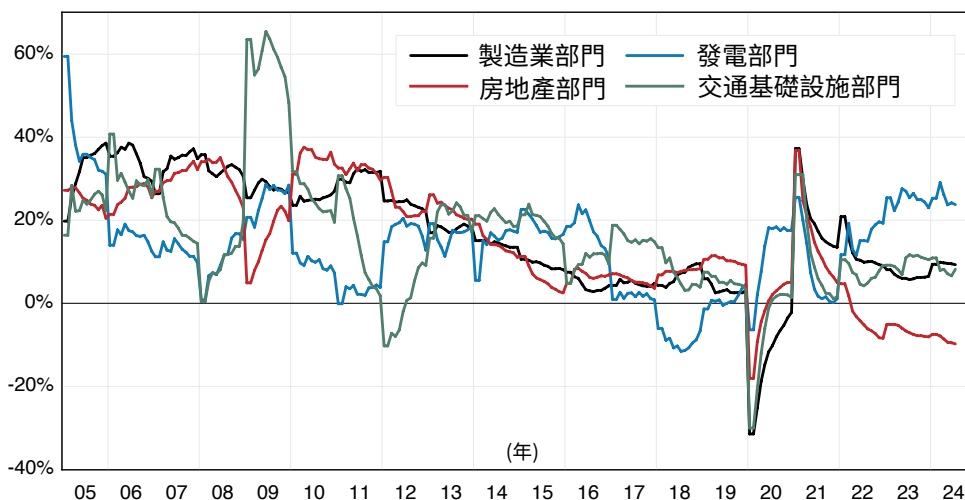
部門的投資(黑線)，包括半導體產業等關鍵領域——鑑於美國政策限制，被視為對技術和國家安全至關重要——一直保持在高位，超過了2015年至2019年的大部分時期的增長率。此外，發電部門的投資(藍線)，涵蓋電力、天然氣和水，近年來激增至超過20%，以支持製造業的低成本能源供應。另外，交通基礎設施的投資(綠線)持續保持兩位數的增長，儘管許多項目面臨重大損失和維護挑戰。必須強調的是，這種與房地產部門類似的投資水平是無法長期持續的。

圖七、中國名義固定資產投資的累計同比增長率



資料來源:CEIC資料庫

圖八、中國主要部門名義固定資產投資的累計同比增長率



資料來源:CEIC資料庫

很明顯，在當前的經濟環境下，中國消費者單靠自身無法吸收所有中國製造的產品。因此，中國被迫將其過剩的商品出口到國際市場。(圖九)展示了中國向世界其他地區的每月名義商品出口，經季節性調整，顯示了過去幾個月中國出口和貿易順差的復甦。

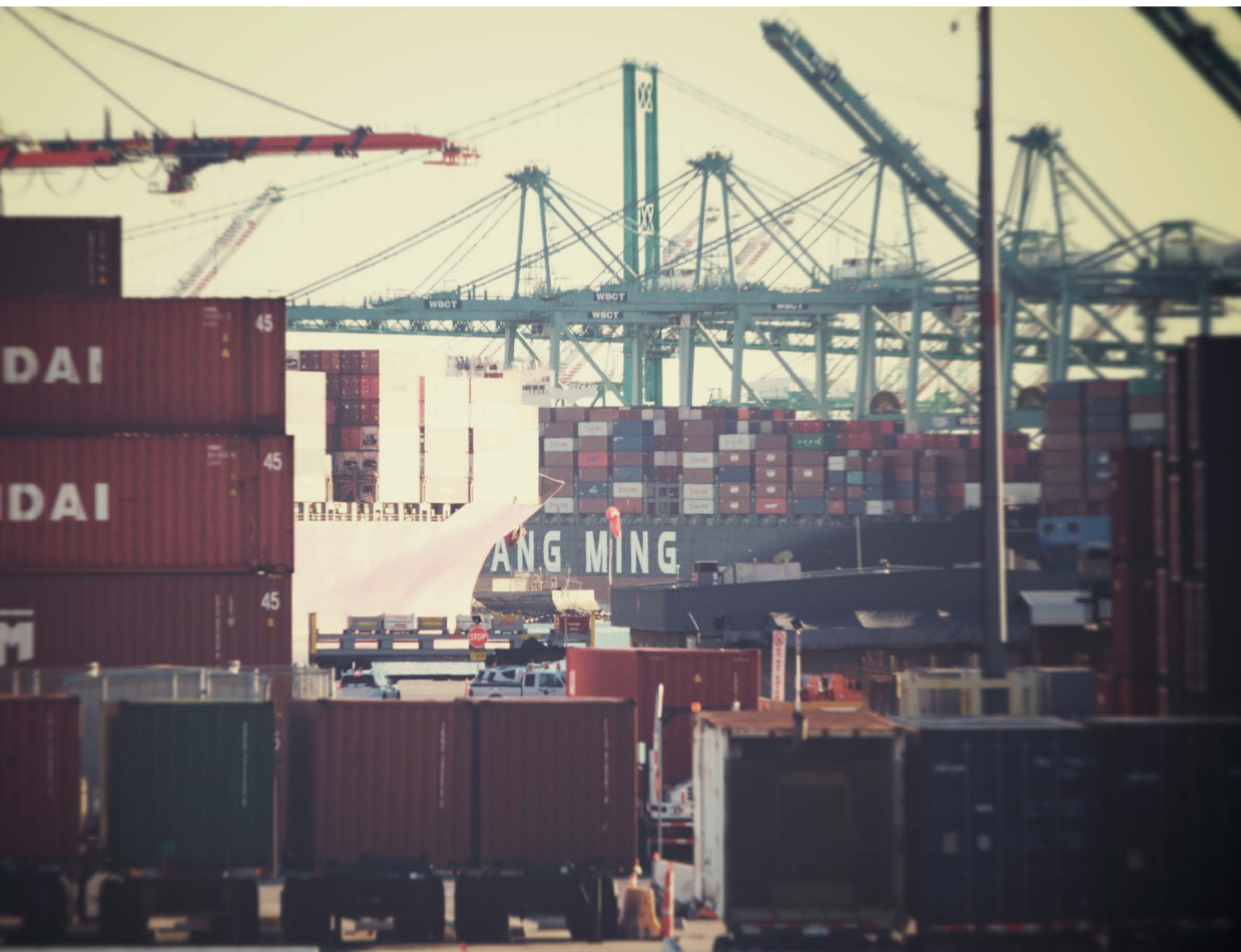
(圖十)詳細展示了2019年至2024年前七個月中國主要產品貨物出口額的增長率。在此期間，中國的貨物出口總額增長了44%。值得注意的是，汽車產品經歷了顯著增長，反映了中國電動汽車極具競爭力的定價。作為回應，2024年，美國和加拿大對中國電動汽車和電動汽車供應鏈的其他關鍵組件徵收了100%的關稅，這相比之前的25%關稅提高了許多。此外，歐盟在2024年進行反補貼調查後，對中國電動汽車實施了27.4%至48.1%的臨時進口關稅。

(圖十一)追蹤了2019年至2024年前七個月中國按目的地地區分類的貨物出口額增長率。為了應對自2018年開始的美國關稅和貿易限制，中國已策略性地分散其出口市場。值得注意的增長包括對拉丁美洲的出口增長88%，對非洲增長56%，對大洋

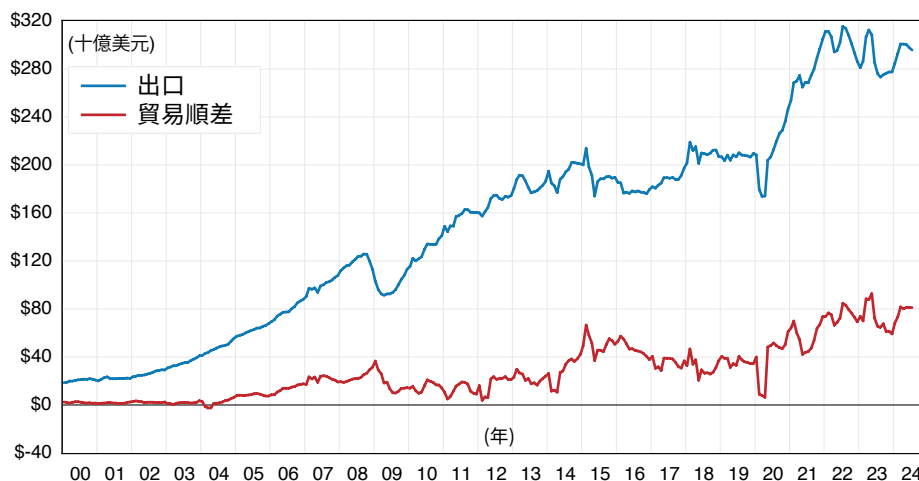
洲增長55%，以及對歐洲增長49%，其中對俄羅斯的增長尤為顯著，達到131%。此外，對亞洲的出口增長了44%，其中對東盟國家的出口增長了71%，而對北美的出口增長了21%。這種戰略性的產能出口和多元化表明，未來中國可能會與美國和歐盟以外的國家出現更多的貿易緊張關係。中國的重商主義意識形態，與其內部經濟不平衡密切相關，也在引發全球貿易不平衡和挑戰方面發揮了關鍵作用。

## 結論

目前關於美中經濟關係的報告與我們之前的報告相呼應。美國經濟正在增長，儘管中國在美國貿易中佔有重要地位，但作為GDP百分比，對貿易限制的暴露程度仍然相對較小。中國經濟正經歷需求疲軟，且持續投資於負回報率的基礎設施和誘導出口的政策，只會推遲實現持續長期增長所需的結構性調整。預期美國和歐盟將加強與中國貿易的限制。最終結果將是美國進口增長疲弱甚至負增長，近期內對中國的投資和出口機會將減少。

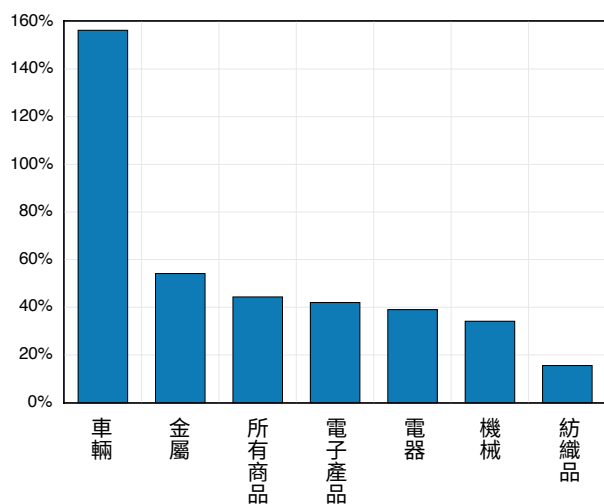


圖九、中國每月名義商品出口和貿易順差 (經季節性調整)



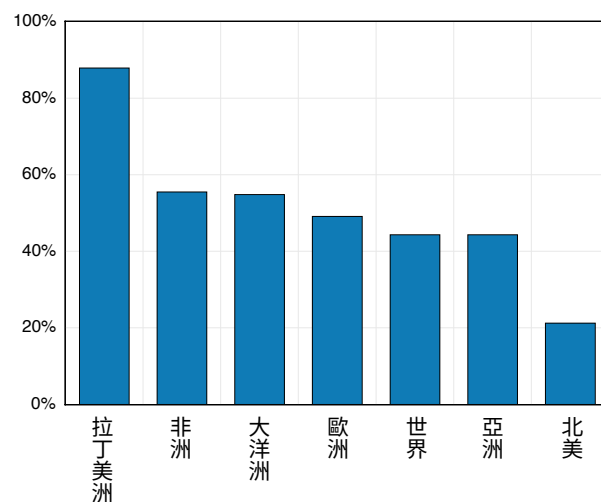
資料來源:CEIC資料庫

圖十、2019年至2024年前七個月中國主要產品貨物出口額的增長率



資料來源:CEIC資料庫

圖十一、2019年至2024年前七個月中國按目的地區域分類的貨物出口額增長率



資料來源:CEIC資料庫

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  
2024

CATHAY BANK

777 North Broadway  
Los Angeles, CA 90012  
Phone: 800.922.8429

[www.cathaybank.com](http://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](http://www.uclaforecast.com)  
[forecast@anderson.ucla.edu](mailto:forecast@anderson.ucla.edu)

For more information on this report, call 310.825.1623,  
email [forecast@anderson.ucla.edu](mailto:forecast@anderson.ucla.edu), or visit our website at  
[www.uclaforecast.com](http://www.uclaforecast.com).

Copyright © 2024 UCLA Anderson Forecast. All rights reserved