

封面

回顾与展望：
评估对美国经济的风险

Looking Back and Ahead:
Evaluating Risks to the US Economy





krungsri
Research

A member of MUFG
a global financial group

内容

内容

执行摘要 3

美国2024年经济概述 4

从历史中识别经济衰退风险 7

评估美国经济风险：基于主要经济、10个金融和政策因素的评估

关键风险：来自政策的美国经济风险 15 不确定性

Krungsri 研究观点 18

参考文献 19



订阅我们

免责声明

除非另有明确声明，本出版物以及其中所有材料均受Krungsri Research的版权保护。因此，未经事先书面许可，不得重新使用、复制或修改此文本或其任何部分。本报告借鉴了众多广泛认可且可靠的来源，但Krungsri Research不能保证所引用材料的绝对真实性。此外，Krungsri Research将不对因使用本报告或其中所含数据而产生的任何直接或间接损失承担责任。本报告中所表达的信息、观点和判断是Krungsri Research的观点，但本出版物并不必然反映上述观点。

关于Ayudhya公共有限公司或同一商业集团内任何其他公司的。本报告准确反映了我们的思考

关于Krungsri Research在出版当日所发表的观点，但我们保留在事先通知的情况下更改这些观点的权利。

关于研究订阅，请联系
krungsri.research@krungsri.com

执行摘要

在过去，美国经济在利率上升后常常面临经济衰退的风险，例如1989年、2000年和2008年。目前，Krungsri Research通过对实体经济和金融市场的分析，同时考虑潜在的未来风险因素，对这些风险进行了评估。通过比较过去的事件，他们旨在评估可能导致美国经济衰退的条件。最近的数据显示，尽管美国经济仍然强劲，但出现了一些放缓的迹象，例如劳动力市场疲软和违约率上升。此外，围绕美国总统唐纳德·特朗普政策的不确定性是另一个可能加剧美国经济和通胀风险的因素。

中到长期

基于对历史、当前和未来趋势的评估，如果唐纳德·特朗普的政策不会显著影响通货膨胀、家庭生活成本、企业竞争力和生产成本，美国经济可能会避免严重的衰退。在这些条件下，美国经济预计将在2025年经历一个渐进式放缓，或称为“软着陆”。

坦辛·克林塔诺姆

高级经济学家

Thansin.klinthanom@krungsri.
com +662 296 2944





2024年美国宏观经济概览

经济放缓迹象及风险上升。

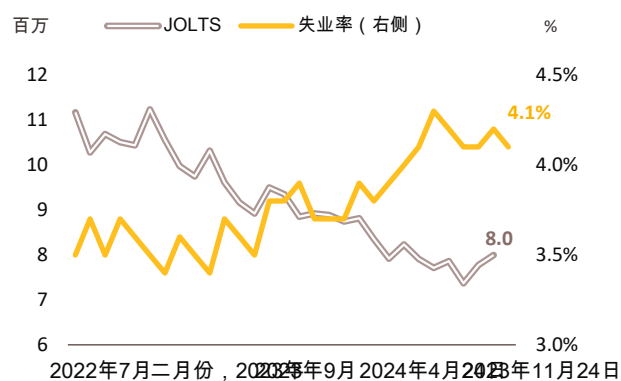
美国经济在2024年显示出经济放缓的日益明显的迹象，预计这一趋势将持续至2025年。关键经济指标，如劳动力市场数据、工资、制造业数据和违约率，均有所体现。^{1/} 债务再融资趋势表明这种减速。这种情况因持续高企的实际利率而进一步加剧。^{2/} 经济放缓迹象与风险增加以下指标中得到体现：

经济指标：显示逐渐放缓（软着陆）的迹象^{3/}

美国劳动力市场持续发出放缓信号。失业率逐渐上升，职位空缺已降至新冠疫情前水平。^{4/} 反映就业需求减少（职位空缺）。同时，工资增长放缓正在影响家庭购买力。制造业持续收缩，制造业采购经理人指数（PMI）为...^{5/} 在12月份记录为49.3（低于中性的50水平），标志着连续九个月出现萎缩。这是由于高利率、需求疲软以及对于唐纳德·特朗普的经济和贸易政策的担忧所致，这些因素导致企业推迟投资并增加库存水平。随着货币政策继续保持紧缩状态。^{6/} 企业和家庭债务负担都在上升。预计2025年至2026年间，商业债务再融资将激增。^{7/}（图3），并且结合高利率，这可能会增加企业成本，从而影响盈利能力和未来发展。借款。同时，家庭债务负担也在增加，这反映在拖欠率的上升。利率——尤其是在信用卡和汽车贷款方面，已达到十多年来的最高水平。

图1

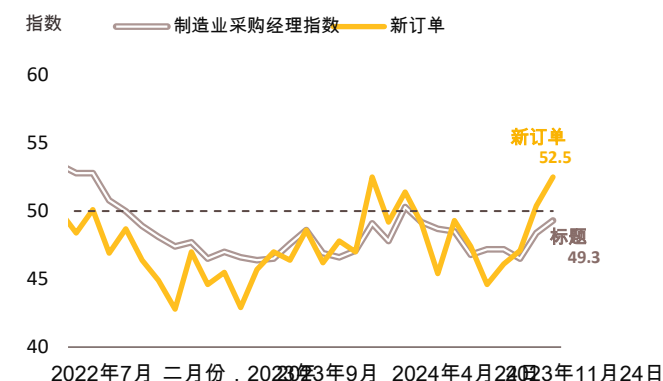
职位空缺与失业率



来源：CEIC, Bloomberg, Krungsri Research

图2

制造业采购经理指数及新订单

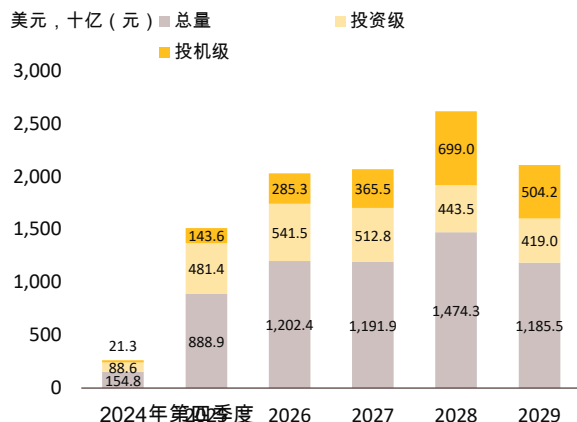


来源：CEIC, ISM, 彭博社, Krungsri 研究所

1/ 逾期率：指逾期未还贷款的百分比。它反映了贷款公司或银行的贷款组合质量。2/ 实际利率：经通货膨胀调整后的贷款利率，反映了借款人的实际资金成本和贷款人的实际收益。3/ 软着陆经济：经济增长周期性的放缓，最终不会进入全面衰退的时期。4/ COVID-19疫情前：指新冠疫情爆发前，全球活动正常的时期，通常在2020年早期之前。5/ 制造业指数：衡量一个国家制造业整体健康和活动水平的宏观经济指标。它反映了制造业企业在生产、新订单、就业、库存水平和供应商交货等方面的表现。6/ 紧缩的货币政策：美联储（Fed）维持限制性措施以控制通货膨胀或稳定经济的政策。7/ 信用趋势：全球再融资：短期到期贷款的减少持续进行，在进一步降息之前。（www.spglobal.com）

图3

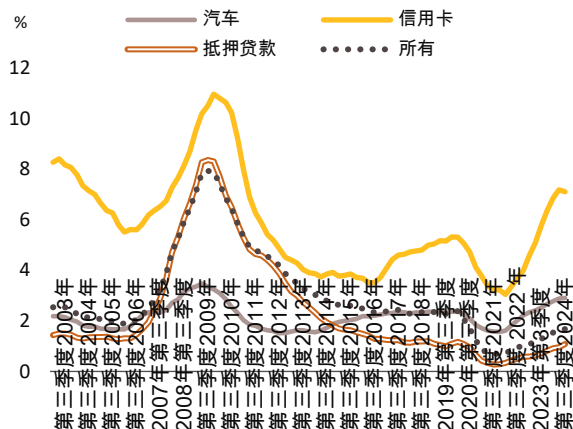
成熟企业债务 (亿美元)



来源：S&P全球，KrungsriResearch

图4

贷款类型 (90+天) 违约情况



来源：CEIC、彭博、KrungsriResearch

技术指标指向经济衰退风险^{8/}

除了经济因素外，金融市场指标也表明，美国经济面临更严重的衰退风险，包括：

□ **收益率曲线倒挂^{9/}**：历史上，当10年期美国国债收益率低于2年期债券收益率（导致负收益率差）时，通常预示着经济衰退。当经济进入衰退时，收益率差通常会回归正常。2024年12月，10年期和2年期美国国债之间的收益率差为正0.25%，从2023年3月最低的-1.07%回升。这种技术模式表明经济衰退风险增加（图5）。然而，也有类似1966年的情况，负收益率差并未导致经济衰退，因为短期债券收益率上升是由于对更高利率的预期，而不是对经济衰退的担忧——这与当前情况类似。

□ **萨姆规则^{10/}**：根据Sahm规则，当美国失业率的三个月移动平均线比其最低点至少上升0.50%时，会出现早期经济衰退的预警。

前12个月。截至2024年12月，美国经济的Sahm规则指标为：0.43%，接近关键的临界阈值，这表明经济衰退的风险增加（图6）。

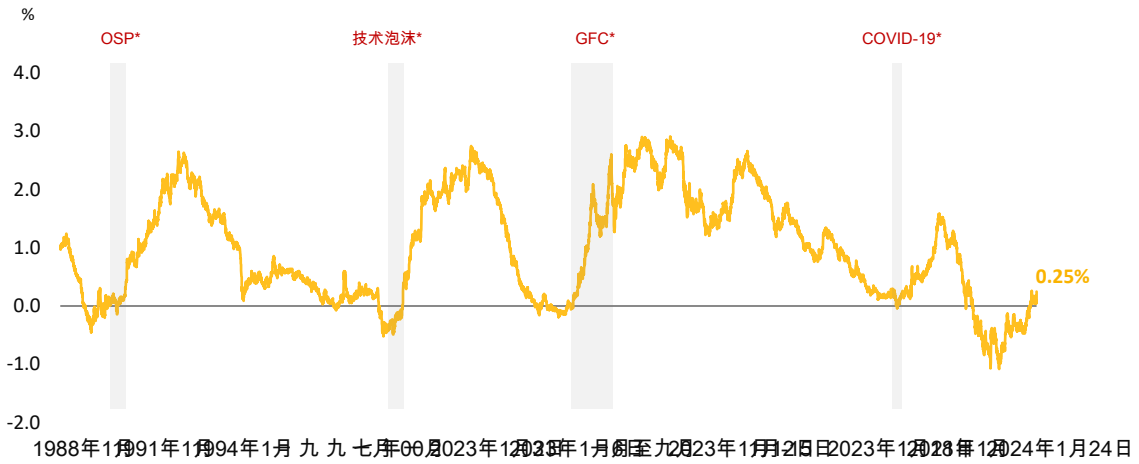
经济衰退：指经济暂时下滑的时期，此时贸易和工业活动减少。

8/ 通常由连续两个季度GDP下降而确定。倒挂收益率曲线：在债券市场中，短期利率高于长期利率的情况。

9/ 长期利率，被视为经济增速放缓或衰退的可靠预测指标。Sahm规则：一种广泛使用的经济指标，旨在通过比较来检测衰退的开始。

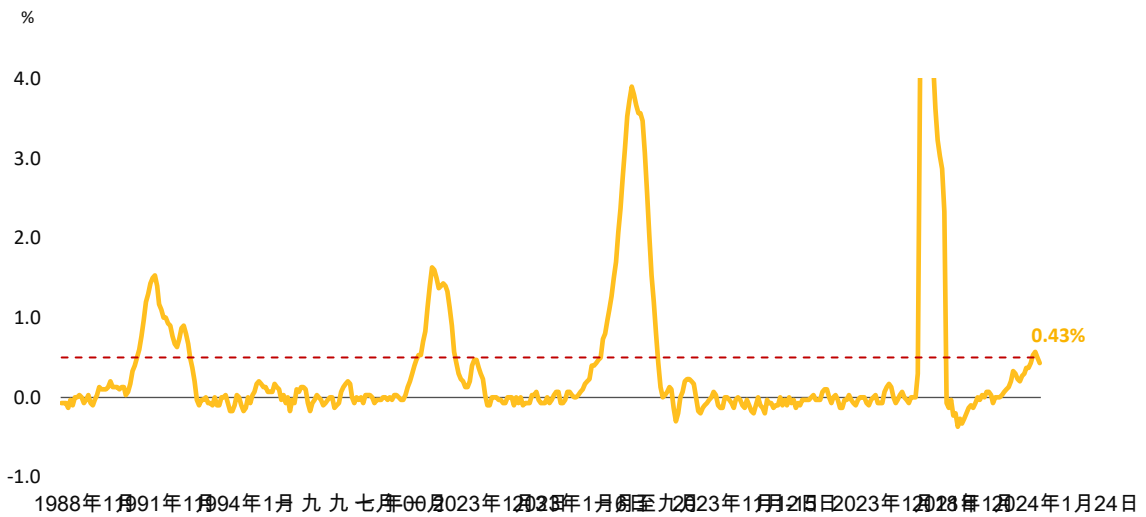
10/ 当前3个月移动平均数与先前12个月最低3个月移动平均数之间的差距。该数据由经济学家Claudia Sahm编制。

图表5
倒置的收益率曲线 (10-2年)



* 阴影区域表示美国经济衰退
来源：圣路易斯联邦储备银行，KrungsriResearch

图6
实时Sahm规则衰退指标



* 来源：Sahm, Claudia, KrungsriResearch



从历史中识别经济衰退风险

美国经济衰退的时机：在首次降息后的5-6个季度

历史上，美国的经济衰退通常伴随着美联储（Fed）的举措。^{11/} 利率上升。显著的危机包括1989-1991年的油价冲击（OSP）。^{12/} 2001年，科技泡沫破裂^{13/}，以及2008年的全球金融危机（GFC）^{14/} 数据表明，美联储开始降息后，通常会在5-6个季度后出现经济衰退。在经济扩张期间，美联储会积极提高利率以控制通货膨胀。然而，这些加息增加了财务成本，减少了借贷、消费和整体支出。经济活动。当通货膨胀担忧减轻时，美联储开始降低利率以刺激经济。然而，此前利率上升的负面效应常常导致经济放缓，甚至收缩。利率降低对经济产生积极影响的效应可能需要一段时间才能显现（图7）。

图7
关键经济指标在过去的危机期间

石油价格冲击

	首次利率下调					经济衰退											
	Q1/1988	第二季度1988年	第三季度1988年	第四季度1988年	Q1/1989	Q2/1989	Q3/1989	1989年第四季度	1990年第一季度	1990年第二季度	1990年第三季度	1990年第四季度	1991年第一季度	1991年第二季度	1991年第三季度	1991年第四季度	
	-5Q	第四季度	第3季度 (Q3)	第2季度	-1Q	Q0*	+1Q	+2季度	+3季度	+4季度	+5Q	+6Q	+7Q	+8Q	+9Q	+10Q	+11Q
政策利率 (%)	6.83	7.43	8.12	8.68	9.75	9.56	9.06	8.25	8.25	8.25	8.00	7.00	6.00	6.74	5.60	4.90	4.70
零售销售额 (年同比增长率)	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
失业率 (%)	5.70	5.47	5.47	5.33	5.20	5.23	5.23	5.37	5.30	5.33	5.70	6.13	6.60	6.83	6.87	7.10	7.37
核心消费者价格指数 (同比增长率)	4.37	4.44	4.52	4.70	4.54	4.44	4.35	4.67	4.83	5.36	5.23	5.49	5.08	4.64	4.44	3.88	
GDP增长率 (年同比增长率)	2.4	4.48	4.19	3.8	4.32	3.75	3.91	2.74	2.82	2.41	1.73	0.6	-0.95	-0.54	-0.10	1.17	2.86
GDP增长 (环比)	2.1	5.4	2.4	5.4	4.1	3.1	3	0.8	4.4	1.5	0.3	-3.6	-1.9	3.10	1.90	1.80	4.80

全球金融危机

	在衰退前5个季度开始降低利率											经济衰退					
	2005年第四季度	2006年第一季度	2006年第二季度	2006年第三季度	2006年第四季度	2007年第一季度	2007年第二季度	2007年第三季度	2007年第四季度	2008年第一季度	2008年第二季度	2008年第三季度	2008年第四季度	2009年第一季度	2009年第二季度		
	-7Q	-6Q	-5Q	第四季度	第3季度 (Q3)	第2季度	-1Q	Q0*	+1Q	+2Q	+3Q	+4Q	+5Q	+6Q	+7Q	+8Q	+9Q
政策利率 (%)	4.09	4.75	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	4.75	4.25	2.25	2.00	2.00	0.25	0.16	0.22	0.07	0.05
零售销售额 (同比)	5.28	7.24	5.81	4.17	3.52	3.18	3.19	2.78	4.35	3.24	1.66	0.25	-8.78	-11.45	-10.77	-8.15	0.81
失业率 (%)	4.97	4.73	4.63	4.63	4.43	4.50	4.50	4.67	4.80	5.00	5.33	6.00	6.87	8.27	9.30	9.63	9.93
核心消费者价格指数 (同比增长率)	2.09	2.46	2.82	2.64	2.61	2.27	2.16	2.31	2.36	2.33	2.51	1.99	1.99	1.74	1.82	1.49	1.74
GDP增长率 (年同比增长率)	3.3	4.23	5.24	3.97	2.9	2.2	0.99	0.49	0.17	1.33	1.32	2.14	1.99	-3.28	-4.00	-3.14	0.08
GDP增长 (环比)	2.2	5.5	1	0.6	3.5	1.2	2.5	2.3	2.5	-1.7	2.4	-2.1	-8.5	-5.40	-0.50	1.30	3.90

科技泡沫破裂

	首次利率下调											收缩		收缩				
	1998年第三季度	1998年第四季度	1999年第一季度	1999年第二季度	1999年第三季度	1999年第四季度	2000年第一季度	2000年第二季度	2000年第三季度	2000年第四季度	2001年第一季度	2001年第二季度	2001年第三季度	2001年第四季度	2002年第一季度	2002年第二季度	2002年第三季度	2002年第四季度
	-8Q	-7Q	-6Q	-5Q	第4季度	第3季度	-2Q	-1Q	Q0*	+1Q	+2Q	+3Q	+4Q	+5Q	+6Q	+7Q	+8Q	
政策利率 (%)	6.14	4.07	4.98	5.12	5.51	3.99	6.17	6.86	6.60	5.41	5.29	3.95	2.75	1.52	1.74	1.73	1.85	
零售销售额 (同比)	3.42	5.82	7.83	6.94	9.52	8.47	10.72	7.18	5.53	3.28	1.62	3.55	1.40	4.38	1.92	1.77	4.80	
失业率 (%)	4.53	4.43	4.30	4.27	4.23	4.07	4.03	3.93	4.00	3.90	4.23	4.40	4.83	5.50	5.70	5.83	5.73	
核心消费者价格指数 (同比增长率)	2.34	2.19	2.10	2.00	2.02	2.20	2.42	2.56	2.56	2.67	2.62	2.62	2.68	2.72	2.53	2.44	2.27	
GDP增长率 (同比)	4.10	4.88	4.82	4.73	4.80	4.83	4.23	5.24	3.97	2.9	2.2	0.99	0.49	0.17	1.33	1.32	2.14	
国内生产总值增长率 (季度同比增长率)	5.30	6.70	3.20	3.30	5.10	6.7	1.5	7.5	0.4	2.4	-1.3	2.5	-1.6	1.1	3.4	2.5	1.6	

(*) 注意：Q0 = 第一次利率下调 来源：CEIC，彭博，Krungsri研究

11/ 联邦储备系统（美联储）：美国的中央银行。其核心职责包括设定利率、管理货币供应以及监管金融市场。12/ 石油价格冲击（OSP）：由于地缘政治紧张，尤其是海湾战争，石油价格急剧飙升。这扰乱了全球石油供应，并导致1990年美国衰退。13/ 科技泡沫破裂：20世纪90年代末，由于对基于互联网公司的投资，美国科技股估值急剧上升，随后在2001年至2002年间泡沫破裂，股市进入熊市，导致几家互联网公司倒闭。14/ 全球金融危机（GFC）：2007年12月至2009年6月的美国衰退，以及随后2009年的全球衰退，其触发因素是美国的住房泡沫破裂和金融危机过度冒险。

美联储在经济放缓风险中降息的挑战

比较关键的美国经济指标——如零售销售、失业率、GDP增长、非农就业人数以及采购经理人指数 (PMI)^{15/} - 在当前和过去的经济衰退之间表明，经济放缓很可能在首次降息之后发生。这反映了长期高利率的“滞后效应”，这可能会继续对经济活动产生多季度的负面影响。

放缓的严重程度仍然不确定。在最坏的情况下，美国经济可能进入衰退——一个长期且严重的经济紧缩期。或者，它可能只经历轻微的紧缩，增长放缓但不会达到全面衰退的水平。结果将取决于各种因素，例如经济基本面的强度以及货币政策在减轻放缓影响方面的有效性。

图8

零售销售

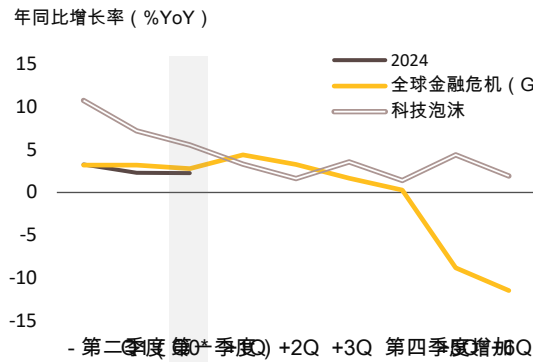


图9

失业率

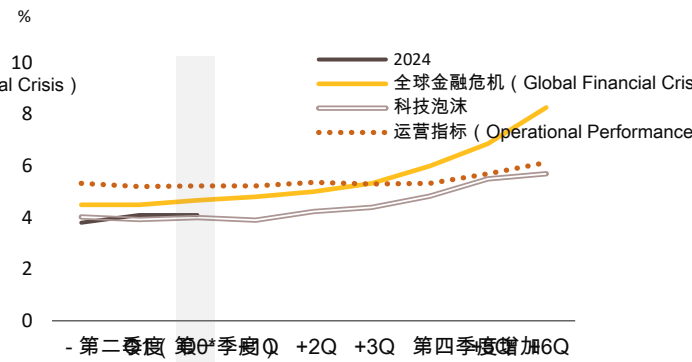


图10

美国国内生产总值增长

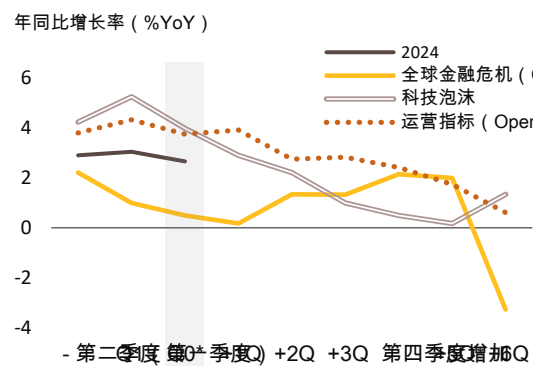
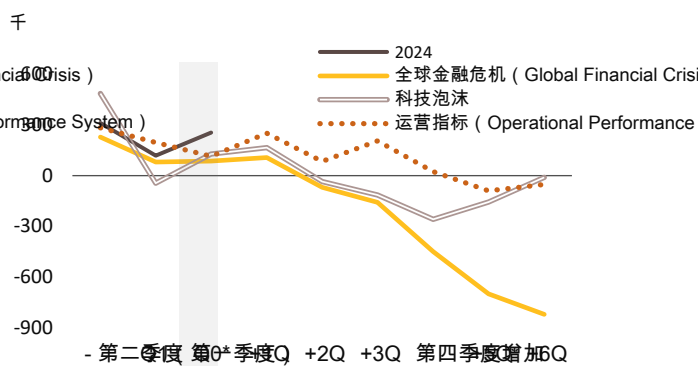


图11

非农就业人数

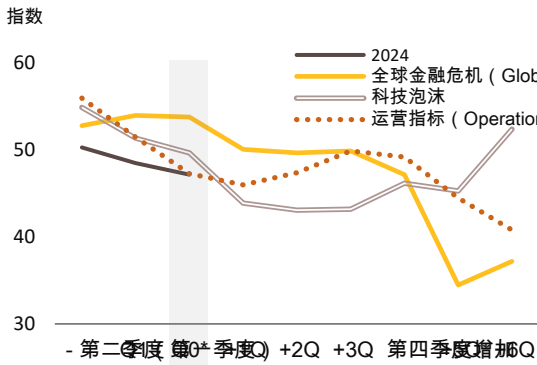


(*) 注意：Q0 = 首次降息
来源：CEIC, Bloomberg, Krungsri Research

采购经理指数 (PMI)：反映当前经济趋势方向的一个指标。
15/ 在制造业和服务业。该指标由非营利性供应管理组织——采购管理协会 (Institute for Supply Management, ISM) 每月编制和发布。

图12

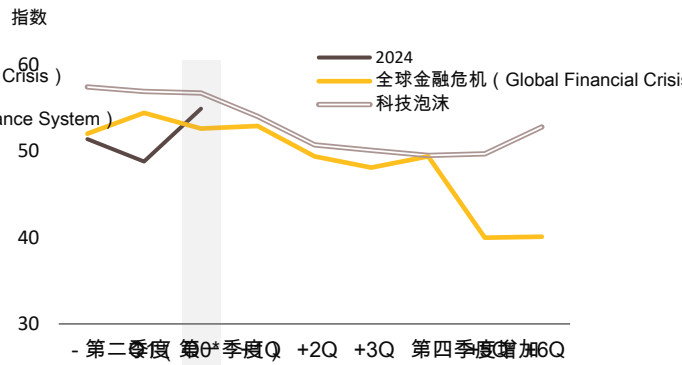
制造业采购经理指数



(*) 注意：Q0 = 首次降息
来源：CEIC, Bloomberg, Krungsri Research

图13

服务采购经理人指数

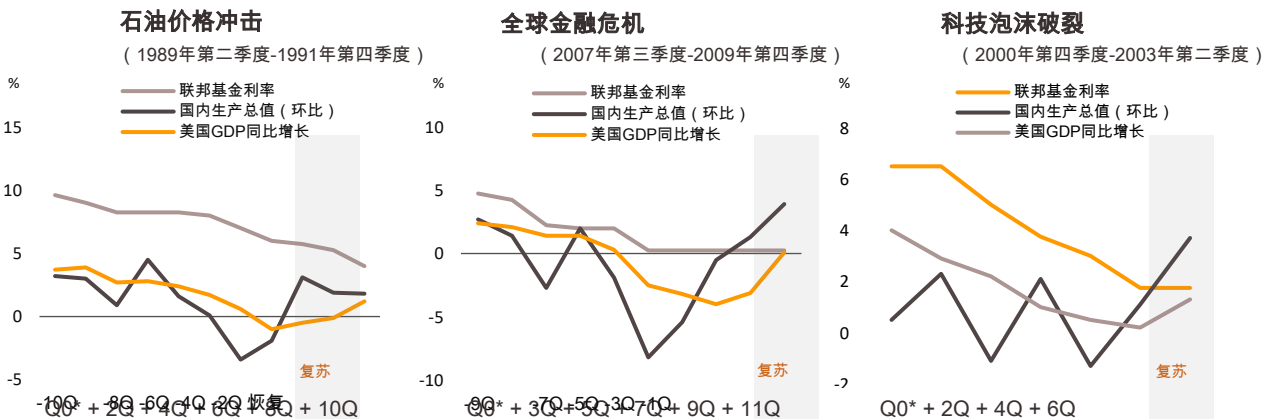


降息后复苏的速度因经济状况、政治因素、政策反应和危机的根本原因而异。

从过去的经济危机（1989-1991年、2000-2001年和2007-2009年）的历史数据来看，美国经济在首次降息后通常需要至少6-10个季度才能恢复到正的同比增长（图14）。较低的利率有助于缓解企业和家庭的财务压力，提振消费者信心、投资以及整体经济增长。然而，复苏的时间表会根据具体的经济条件和每次衰退的根本原因而有所不同。例如，2008年全球金融危机（GFC），其起源于美国房地产市场，并导致全球金融体系广泛受损，需要11个季度——近三年——才能恢复。在经济增长恢复到年度增长之前。相比之下，2000年科技泡沫破裂产生了更显著的……有限的影响，允许更快的复苏。因此，如果当前美国经济放缓不是严重或广泛破坏性的，美联储的利率削减可能支持经济复苏，而不会推动经济进入全面衰退。

图14

美国首度降息后的增长表现



(*) 注意：Q0 = 首次利率下调 来源：CEIC, Bloomberg, Krungsri Research



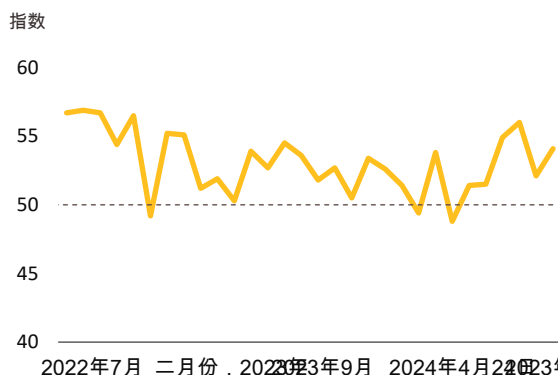
评估美国经济风险的关键经济、金融和政策因素

尽管美国经济面临的风险增加，经济、金融和政策数据仍然支持逐渐放缓（软着陆），表明经济衰退的可能性较低。

实体经济：尽管存在放缓趋势，但持续扩张

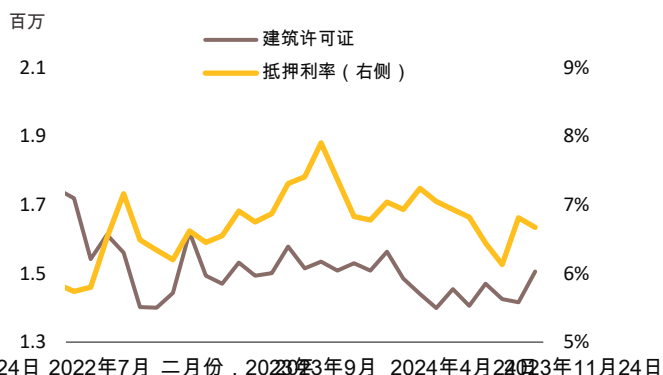
- **服务业活动保持强劲**：在2024年12月，服务业采购经理指数（PMI）持续扩张，六个月连续增长，达到54.1，得益于就业增长（见图15）。自那时以来服务业占美国国内生产总值的三分之二以上，这反映了整体经济扩张。
- **住宅市场逐渐改善**：尽管房地产市场指标^{16/}2024年10月，由于飓风米尔顿的临时中断影响，南部地区的经济活动受到影响，导致经济出现下滑。展望未来，预计2025年下降的抵押贷款利率将支持住房市场的复苏。

图15
服务采购经理人指数



来源：CEIC, Bloomberg, Krungsri Research

图16
建筑许可证和30年按揭利率

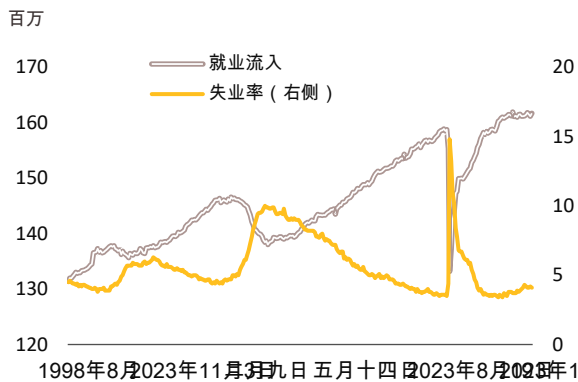


来源：CEIC, Bloomberg, Krungsri Research

16/ 美国房地产市场指标包括新房销售、房价指数、房屋开工率和建筑许可证。这些指标反映了需求、供应、定价和整体经济状况的趋势。

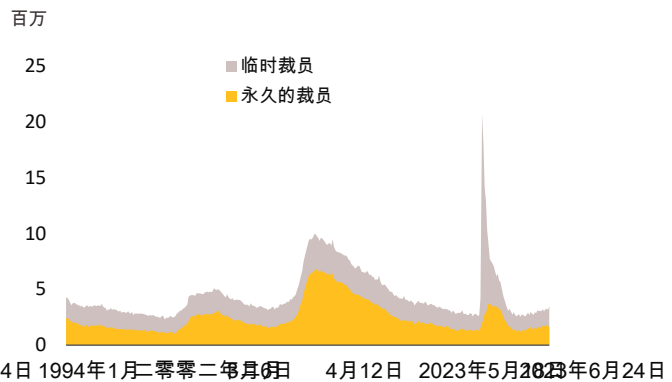
□ **劳动力市场尽管增长放缓，但依然保持稳定：**最近劳动力市场数据并未表明出现经济衰退，这体现在：(i) 失业率缓慢上升，劳动力增长速度超过就业增长速度（见图17），与过去的衰退期形成对比，当时劳动力参与率通常与就业一起下降；(ii) 永久性裁员数量保持低位，表明劳动力市场稳定（见图18）。

图17
劳动力与失业率



来源：CEIC, Bloomberg, Krungsri Research

图18
职位裁员

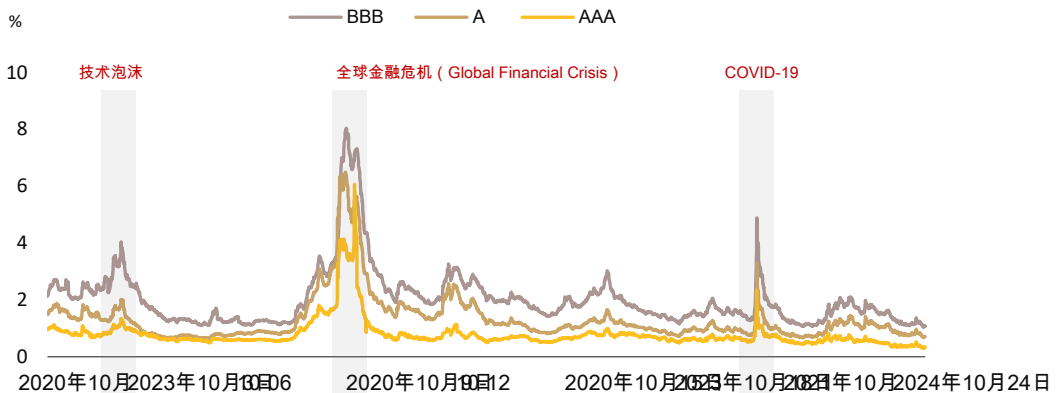


来源：CEIC, Bloomberg, Krungsri Research

信用市场：私营部门风险低。

信用利差^{17/}：根据ICE BofA数据，投资级企业债券的收益利差^{18/}美国国债收益率已跌至三年来的最低水平。这仍远低于在严重经济衰退期间观察到的水平，例如2008年全球金融危机或2020年初的新冠疫情（图19）。

图19
美国信用利差



来源：ICE, Krungsri Research

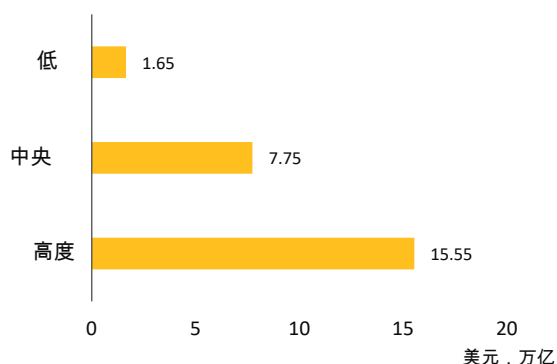
17/ 信用利差：相同期日的两种不同债务工具的收益率（回报）之间的差额，不同的信用评级。更宽的信用利差表明更高的预期违约风险，促使投资者要求更高的收益作为补偿。反之，更窄的信用利差反映了对于发行人信心的增强。信用度，导致主要投资者接受较低的收益率。
18/ 美国投资级企业债券：违约风险较低且信用评级较高的债券，例如Baa（穆迪评级）或BBB级及以上（标准普尔和惠誉评级），通常与信用等级较低的债券相比，发行收益率较低。

货币和财政政策支持经济增长

- **缓解通胀压力：** 较低的通货膨胀率允许美联储（联邦储备系统）开始降低利率，从而缓解金融状况并减轻负面经济影响。
- **选后的财政刺激措施：** 根据责任联邦预算委员会（CRFB）的数据，特朗普提出的减税和支出计划可能导致未来十年美国公共债务增加约1.65万亿美元，达到15.55万亿美元（见图20）。虽然更高的财政赤字带来长期风险，但也可能支持经济增长并降低近期经济衰退风险。

图20

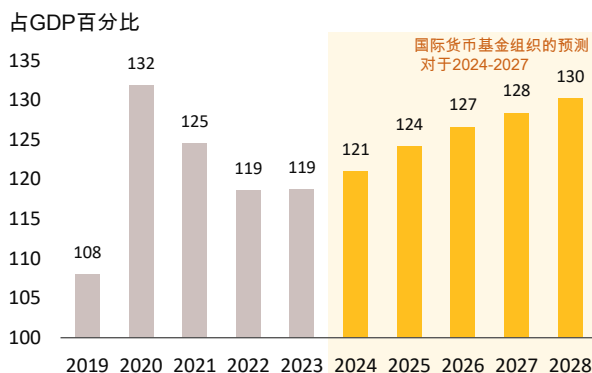
特朗普竞选计划的财政影响 (2025-2035)



来源：中国改革论坛（CRFB）

图21

美国国债总额与GDP比率



来源：国际货币基金组织，Krungsri 研究所

比较当前经济风险与过往危机。

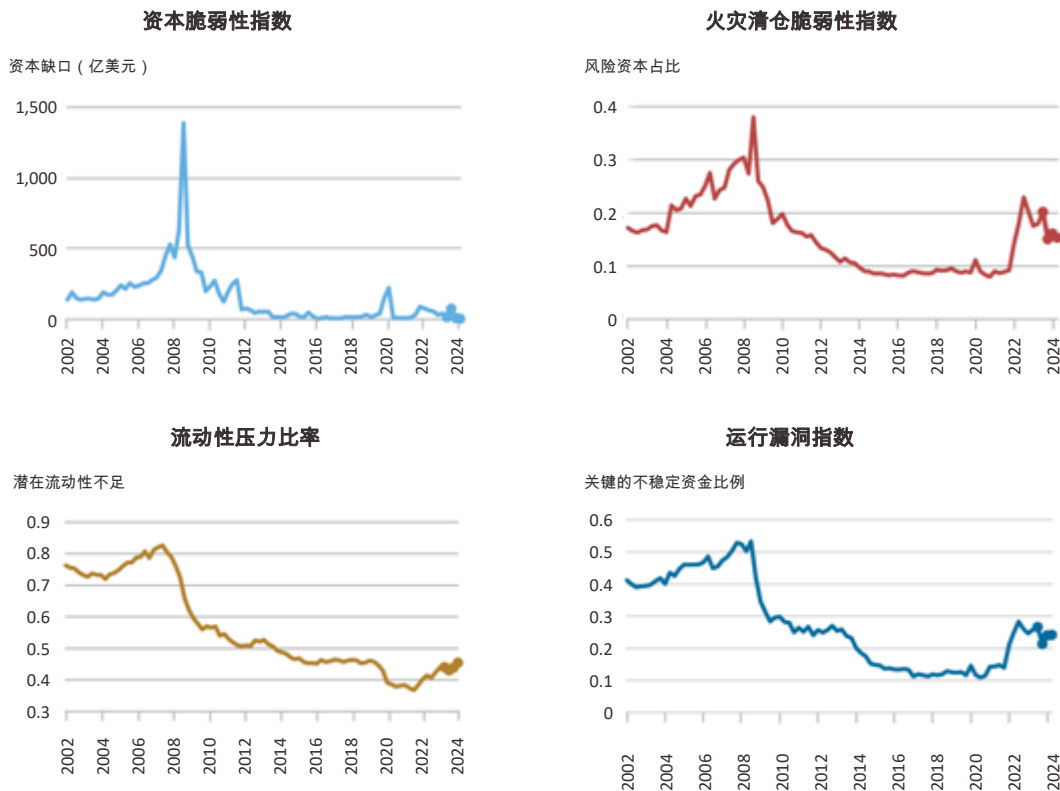
与之前的经济危机——如1989-1990年的石油价格冲击、1987年的黑色星期一、2000年的科技泡沫破裂和2008年的全球金融危机——相比，当前情况表明出现经济衰退的可能性较低，原因如下：

- **预计GDP增长将放缓但不会收缩：** 在2025年1月，国际货币基金组织（IMF）预测，美国2025年国内生产总值（GDP）的增长将从2024年的2.8%放缓至2.7%。然而，强大的服务部门、下降的通胀和较低的利率支持了经济的逐渐放缓（软着陆）而非急剧且长期的经济衰退。
- **系统性风险保持低位：** 在2023年银行倒闭之后，自第二季度以来情况已有所改善。2024. 纽约联邦储备银行的关键指标^{19/}——包括资本流动性指数，火灾，销售脆弱性指数、流动性压力比和流动性冲击指数显示，银行系统脆弱性已从2023年3月的峰值下降（图22）。更强劲的银行资本地位是一个关键因素。

19/ 衡量美国银行系统脆弱性：(i) 资本脆弱性指数：评估银行在遭受严重宏观经济冲击后的预期资本充足率；(ii) 火售脆弱性指数：评估银行对系统性资产火售的敞口，衡量相对于一级资本的溢出损失；(iii) 流动性压力比率：分析在压力情况下的潜在流动性短缺，考虑负债方流出和资产方流入之间的不匹配；(iv) 资金流失脆弱性指数：衡量银行对资金流失的敏感性，重点关注在压力情景下防止破产所需的临界不稳定资金量。

图22

衡量美国银行系统脆弱性



来源：作者根据FR Y-9C报告进行计算

考虑到持续的经济增长、稳健的银行体系和在2024年8月初大幅下跌后的股市强劲反弹，美国经济衰退的风险仍然较低。

图23
与过去金融市场动荡的比较

危机/事件	政策应对	持续时间 股票 市场 复苏	对.....的影响 实体经济	解释与洞见
黑色星期一 1987年10月 (无经济 收缩)	美联储注入 流动性进入 市场	1年 七个月	财富与 自信 下降	股票的高估，结合 自动化交易系统触发了 rapid sell-off. Investors lost confidence in 金融市场，导致普遍 股票销售与市场急剧下跌。 然而，经济并未进入 经济衰退，美联储介入 防止危机蔓延。
石油价格冲击 1990 (Economic 衰退)	美联储 维持了高水平 利率至 抑制通货膨胀 并且发布了石油 来自 战略 石油 预备 (SPR) 到 稳定全球 能源价格	七个月	能源成本上涨 增加 生产和 交通运输 费用，领先 对通货膨胀。 企业减少了 投资与 雇佣，引发了一个 经济 经济衰退。	第一次海湾战争 (1990年8月) 推动了石油 在几个月内，油价将超过每桶40美元。 全球产量持续增长及 运输成本。对...的担忧。 经济影响导致投资者从...转向 风险资产转为避险资产，造成了一 剧烈的股市下跌。美国 经济在1990年第三季度进入衰退。 但于1991年海湾战争后开始恢复。 战争结束，油价稳定。
技术泡沫 爆破 2001 (Economic 收缩但 无衰退)	美联储下调 利率 并且介入 选择性	6年 八个月	财富与 自信 下降，导致 降低 投资于 技术	技术股票估值的过高以及 令人失望的收益侵蚀了投资者的 信心引发了一场严重的抛售潮。科技 公司减少了招聘并缩减了规模，而 投资者放缓了对股票的投资。美国 股市持续疲软数年，并 2001年，尽管经济萎缩，尽管它 并未陷入全面衰退。
全球金融 危机 2008-2009 (Economic 衰退)	政府 干预并 支持失败 金融 机构，与 协调的 国际 努力 缓解危机 严重度。	5年	一波 抵押贷款违约， 银行倒闭， 持续 失业， 并且严重 经济衰退	次贷危机市场崩盘， 与监管不力相结合，导致 普遍的贷款违约和急剧 资产价格下跌。这次危机造成了 显著的金融体系损害 并且全球经济，导致美国 进入2007年第四季度的经济衰退，该衰退持续了 直到2009年中期。
迷你-黑色 星期一 2024年8月 (无经济 收缩)	美联储发出了信号 潜在利率 削减。日本银行 (BOJ) 暗示 缓慢的兴趣 利率上调	17天	短期 自信 下降	对日元套息交易平仓的担忧 交易 ^{20/} 美国经济衰退风险，及 地缘政治紧张局势导致股市急剧波动。 市场下滑。然而，美国经济 持续强劲，得益于稳定的 劳动力市场，具有韧性的服务行业，以及 持续的消费支出，防止了 经济衰退。

来源：彭博社，Krungsri 研究所

20/ 日元套息交易平仓2.0：在2024年8月，由于通胀担忧，日本银行 (BOJ) 意外地将利率从0.1%上调至0.25%，此
举预示着可能进一步加息。这一举动引发了投资者对日本货币政策的担忧，并触发了日元套息交易的平仓。随着日本
利率的上升，投资者可能会卖出
全球高收益资产和日元回购，这已不再是廉价资金来源。这种转变重塑了全球市场，导致日元相对于其他货币升值，
以及金融资产价格的大幅下跌。



关键风险：政策不确定性对美经济的潜在影响

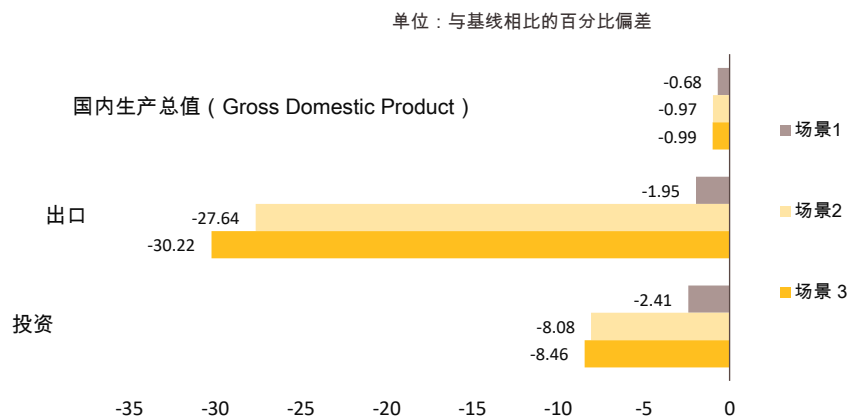
尽管美国经济衰退的可能性已降低，但政策不确定性——尤其是关于当选总统唐纳德·特朗普的经济和贸易政策——可能会在 **medium to long term** 增加风险。主要风险包括：

泡沫风险： 特朗普的政策，如减税、环境政策的去监管以及对数字资产的支持，可能会加剧资产价格泡沫的风险。这威胁到金融市场的稳定性。

市场和美国的银行系统。上升的资产价格可能加剧通货膨胀压力，使得美联储（Fed）实现其2%的通胀目标变得更加困难。相反，市场波动可能加剧，资产价格的急剧下跌可能会削弱家庭财富（财富效应），导致消费支出减少，并增加未来经济衰退的风险。

图 24

特朗普关税政策对美国GDP、出口和投资的影响



来源：BLS, GTAP, ITC, Bloomberg, Krungsri Research

图25

特朗普政策对美国经济增长与通货膨胀的影响

特朗普的政策	增长趋势	通货膨胀趋势	风险
降低 税率	更高的	更高	泡沫/财政风险
降低 法规	更高的	更高	泡沫/稳定性风险
降低 移民	较低	更高	劳动力短缺
增加 关税	较低	更高	滞胀风险
增加 化石燃料	不确定	较低	环境风险
增加 数字资产	更高的	更高	泡沫风险

来源：BLS, GTAP, ITC, Bloomberg, Krungsri Research

财政稳定风险： 特朗普的减税和财政刺激支出计划将显著增加美国公共债务^{21/} 国际货币基金组织（IMF）预测，美国的债务与GDP比率将会上升从2024年的121%增长至2028年的130%，对长期财政稳定构成风险，并可能影响经济增长。

贸易紧张局势加剧： 显著的贸易紧张局势可能会损害美国制造业和劳动力市场，同时推动通货膨胀上升。这可能会对消费支出和投资造成压力，迫使美联储将利率维持在高于预期的水平更长时间，从而增加市场波动性和经济风险。

框1

特朗普的贸易政策可能出现在三种可能情景中，这些情景取决于关税的严重程度以及贸易伙伴的报复性措施：

情景1： 美国对所有中国进口产品征收60%的关税。这将对美国、中国和全球经济产生负面影响。与此同时，东盟经济体可能从中学到一些轻微的益处。出口和外国投资增加。

情景2： 美国对中国所有进口商品征收60%的关税，对所有其他国家（包括泰国）的进口商品征收20%的关税。这种经济影响将会更加严重，美国将遭受比中国更大的后果。虽然东盟经济体将看到出口收益减少，使得国内生产总值（GDP）的益处几乎可以忽略不计，尽管投资转移有所增加。

情景3： 情景2 + 中国通过对所有美国进口商品征收60%的关税进行报复。这将导致美国和中国遭受更大的经济损失。尽管如此，东盟经济体将面临与情景2相似的冲击，尽管投资转移，但出口机会将更加有限。

根据Krungsri Research的一项研究^{22/} 在Scenario 3（情境3）中，美国实施全球性关税，而中国以类似措施进行报复，美国国内生产总值（GDP）将从基线水平下降0.99%。出口将下降30.22%，长期投资将减少8.46%。

来源：路透社、白宫、Krungsri研究

21/ 美国的公共债务上限是根据法律规定政府借贷（债务余额上限）的固定金额或最高限额，目前为36.17万亿美元。这与一些国家不同，例如泰国，其债务上限是按国内生产总值（GDP）的百分比设定的。22/ 全球2025：稳中有进，但上升的不确定性是主要威胁（KrungsriResearch：2025年经济展望）

图26
特朗普的关税政策 - 情景

情景	经济影响
<p>美国对所有商品征收60%的关税中国商品</p>	<p>中国进口商品的成本可能会增加，导致消费者商品和某些原材料的更高价格。这可能导致... 美国和中国进口的需求减少，影响：两国经济增长以及全球经济。</p> <p>根据Krungsri Research的一项研究，在情景1中，美国GDP和出口量将从基准线下降0.68%和1.95%。分别，而全球国内生产总值将下降0.17%。</p> <p>然而，东盟在特定类别的出口可能从中受益。替代效应与生产迁移。东盟GDP和出口预计将从基准值增加+0.04%和+2.02%。分别地。</p>
<p>美国对以下商品征收60%的关税来自中国的进口和20%关于从其他国家进口的国家</p>	<p>多个地区进口价格的显著上涨可能会增加全球消费者和企业的成本，出口减弱及经济增长在关键经济体如美国和中国。我们的研究发现在情景2中，美国国内生产总值和出口将下降由-0.97% 和 -27.64% 分别相对于基线，而全球GDP将下降2.03%。</p> <p>尽管东盟可能从生产转移中获益，但下降... 全球需求可能会对东盟出口产生重大影响并增加与多个国家的贸易紧张关系。在此情况下，东盟出口预计从基线下降-1.31%。</p>
<p>美国对以下商品征收60%的关税来自中国的进口和20%关于从其他国家进口的国家；中国以60%的幅度进行报复关税针对所有美国商品</p>	<p>如果贸易战显著升级，美国出口将受到影响。比方案 1 和 2 更为严重，同时中国的出口也是如此。下降，但程度低于美国。在情景3中，美国GDP并且出口预计将分别下降-0.99%和-30.22%。基线值，分别，而全球GDP预计将下降为负值 -0.28%。</p> <p>东盟将经历与情景2类似的冲击。虽然受益于从中国转移的生产，这只会部分抵消美国需求减少的负面效应，中国，以及全球范围内。在情景3中，预计东盟的出口将从基线下降0.76%。</p>

来源：路透社、白宫、Krungsri研究



美国经济预计将逐渐放缓（软着陆），但围绕经济和贸易政策的不确定性仍将是关键风险因素。

尽管服务业增长、通货膨胀下降和利率降低将有助于支持整体经济扩张，Krungsri Research 预测美国经济增长将放缓至

2024年为2.8%，2025年下降至2.7%。这种放缓归因于劳动力市场疲软，持续……制造业部门的收缩，以及由于持续的高实际利率导致的贷款违约显著增加，这负面影响了借贷成本。此外，2025-2026年间企业债务再融资的激增，加之在唐纳德·特朗普政府领导下对经济和贸易政策的不确定性增加——例如激进的关税上涨和非法移民的遣返——可能在近期进一步增加美国经济的下行风险。

Krungsri Research将软着陆情景作为评估整体经济前景的基准案例。在此情景下，预计实际经济增长将持续，得益于服务业的扩张、房地产市场逐渐改善以及稳定的私人消费。此外，公司债券收益率利差与以往经济危机相比仍处于低位，且由于银行资本金地位的加强，系统风险也得到了控制。

尽管美国经济衰退的风险明显下降，但围绕唐纳德·特朗普的不确定性仍然存在。经济和贸易政策可能在未来几年增加风险。潜在风险包括：由于大规模减税、环境政策去监管和对数字资产的支持导致的资产价格泡沫；贸易紧张局势加剧，这可能会削弱制造业活动并减缓劳动力市场；更高的通货膨胀，可能会迫使美联储将利率维持在高于预期的水平更长时间，从而可能破坏金融市场稳定并增加整体经济的下行风险。鉴于政策不确定性、经济增长放缓和通胀下降，预计美联储将在2025年进一步降低利率，但降速将低于2024年。然而，如果特朗普的政策完全实施，美联储可能推迟降息并采取更为谨慎的做法。也非常关键的是要密切关注特朗普的实际政策行动，因为他可能不会像之前所声明的那样实施激进的进口关税上涨。相反，Krungsri Research预计特朗普将针对特定的产品类别，而不是实施广泛的关税增加，以期减轻对美国经济的不良影响。

总之，虽然2025年美国经济的衰退可能性相对较低，全球贸易条件可能不会像一些分析师所担心的那样严峻，但美国经济放缓似乎不可避免。此外，特朗普政策的周边不确定性将继续是一个关键风险因素，可能导致美国及全球经济在中长期内出现加剧波动。

参考文献

Krungsri 全球展望 2025：“稳步增长，但不断上升的不确定性是主要威胁”。来源：[未提供]
https://www.krungsri.com/getmedia/f58f96b6-2b09-4567-bb1b-46002cf916e9/EO_Economic_Outlook_241128_EN.pdf.aspx

《自由街经济：银行系统脆弱性：2024更新》。来自 https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2024/11/banking-system-vulnerability-2024-update/?fbclid=IwY2xjawHSDfZleHRuA2FibQIxMAABHZ4VaNx5x2oUPzXofatpNM9gN5Pv91RLGp_gfRPMmc ogPg9G8xjmZwprXg_aem_Tc4a9WIIPwykHppF87WODg

BOFA. (2024). “返校：全球展望稳定但下行风险增加”。

高盛. (2024). “G10削减周期的经验教训”。

法国农业信贷银行. (2024). “2025 年及 2026 年美国展望：政策不确定性阴影下的持续韧性”。

Krungsri 全球展望 2024：“在周期性放缓和结构性挑战之中，增长前景分化”。
从 <https://www.krungsri.com/en/research/macroeconomic/economic-outlook/economic-展望-2024> 获取

渣打银行。(2024)。“FOMC – 50个基点降息的好理由。”

法国农业信贷银行。(2024)。“无缝延长”。

KRUNGSRI 研究报告

皮姆纳拉·希兰卡西，博士

研究部门负责人兼首席经济学家

宏观经济团队

Sujit Chaivichayachat

宏观经济研究负责人

万尼查·迪雷库多姆萨克

高级经济学家

楚莱鲁·波尔斯里

高级经济学家 (预测)

潭心·金坦拿武 (Thansin Klinthanom)

高级经济学家

Krittabhorn Sirichaichingkun

经济学家

Supasyn Itthiphawatwong

经济学家

分析与情报团队

皮姆纳拉·希兰卡西，博士

担任分析与情报部负责人
研究部门

Nathanon Ratanathamwat

高级研究员

纳里查亚·萨塔方

研究人员

帕瑞雅·明萨克鲁

研究人员

Chanatta Thararos

研究人员

MIS和报告团队

Thamon Sernsuksakul

信息分析师

Chirdsak Srichaiton

信息分析师

Wongsagon Keawuttung

信息分析师

行业团队

Taned Mahattanalai

行业研究负责人

普恩素克·尼金特拉纳翁

资深分析师 (医疗保健、移动运营商)

Piyanuch Sathapongpakdee

高级分析师 (交通与物流)

天·提姆萨克

高级分析师 (能源，石化)

蔡瓦特·素察罗依颂克

高级农业分析师

那林·吞派榜

高级分析师 (发电，现代化)
贸易、化学品、医疗设备 ()

Putchard Lunkam

高级分析师 (建筑承包商，)
建筑材料、酒店、工业园区)

Patchara Klinchuanchun

高级分析师 (房地产)

Prapan Leenoi

分析师 (环境、社会和治理)

Supawat Choksawatpaisan

分析师 (汽车行业)
电子产品与电器用具 (Electronics & Electrical Appliances)

拉佩普姆·拉帕克

分析师 (农业、食品与饮料)