

2026年02月23日

剔除政府关停影响后，美国经济依然保持相对稳健

——海外观察：美国2025年四季度GDP数据点评

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**当地时间2月20日，美国经济分析局公布2025年第四季度美国GDP初值。美国2025年第四季度GDP环比年率上升1.4%，低于预期3.0%，三季度终值上调0.1pct至4.4%。
- **核心观点：**美国经济增速在四季度超预期回落至1.4%，这主要来自于四季度政府关门的负面影响，政府支出受此承压而大幅回落。如果剔除政府关门影响，个人消费以及投资的整体增速依然存在小幅回落，四季度增速由前值2.8%下滑至2.5%，其中商品消费为主要拖累项，或受到政府关停影响外溢导致。除此之外，美国四季度服务行业和私人投资增速较为亮眼：服务消费在政府关门期间依然保持较强韧性，环比年率在四季度超季节性保持在3.4%；私人投资则主要受到科技类投资持续扩张影响而走高，环比年率由前值0.0%上升至3.8%。美国四季度数据出炉后，市场表现较为平淡，短端美债收益率受四季度PCE超预期上行影响而走高，美元指数亦受通胀升温影响在小幅拉升后回落，美股走高，黄金走高。
- **个人消费受商品消费拖累而回落，服务则保持强劲。**美国四季度个人消费由前值高位3.5%回落至2.4%。其中，商品消费成为主要拖累项，由前值3.0%大幅下滑至-0.1%，对GDP贡献率由前值0.6pct回落至0.0pct。服务消费则成为主要支撑，环比年率在四季度超季节性保持在3.4%，卫生医疗和金融服务保持强劲，而交通、娱乐服务和餐饮住宿等经济高弹性项目则有小幅回落。
- **私人投资反弹，K型分化或呈现先加深后收敛的局面。**美国四季度私人投资环比年率由前值0.0%上升至3.8%，对GDP的拉动由前值0.0pct上升至0.7pct。在库存扰动结束后，AI科技类投资再次成为经济的主要支撑项。如果将计算机设备投资和知识产权软件投资作为AI科技类代理项，其对GDP的拉动从前值0.6pct上升至1.0pct，其中计算机类投资和软件知识产权投资分别令GDP抬升0.7pct和0.3pct。但剔除科技投资之后，其余固定投资环比贡献率存在小幅回落，由前值-0.4pct下行至-0.5pct。我们制作的科技类投资指数（rebase在2023年一季度）在2025年四季度升高至130.6，而剔除科技后的固定投资则继续下滑至103.4，K型分化在四季度继续加深。后续来看，随着美国新屋销售的回暖以及成屋库存的回落，我们预计美国住宅类投资或在底部出现反弹，私人投资的K型分化或陆续收敛。
- **净出口回落，对GDP贡献率由前值1.6pct下滑至0.1pct。**受美国四季度政府关停对其境内物流的外溢影响，出口增速出现大幅回落，环比年率由前值高位9.6%下滑至-0.9%，对GDP贡献率则由前值1.0pct回落至-0.1pct。进口环比年率则由前值-4.4%收窄至-1.3%（境外运输不受政府关停影响），对GDP拉动由前值0.6pct回落至0.2pct。
- **由于政府关停影响，政府支出大幅下滑。**政府支出环比折年率由前值2.2%下滑至-5.1%，对GDP的拉动由前值0.4pct下滑至-0.9pct，其中联邦政府拖累明显，而州和地方政府由于不受关停影响，则在同期作为压舱石形成支撑。
- **美国2025年整体经济增速边际回落。**美国2025年全年GDP增速由2024年2.8%下行至2.2%。如果剔除政府裁员以及关停影响，个人消费和投资整体增速依然存在边际下滑的态势，由2024年的3.0%下滑至2.5%，其中私人投资由前值3.0%下滑至2.0%，个人消费由前值2.9%下滑至2.7%。

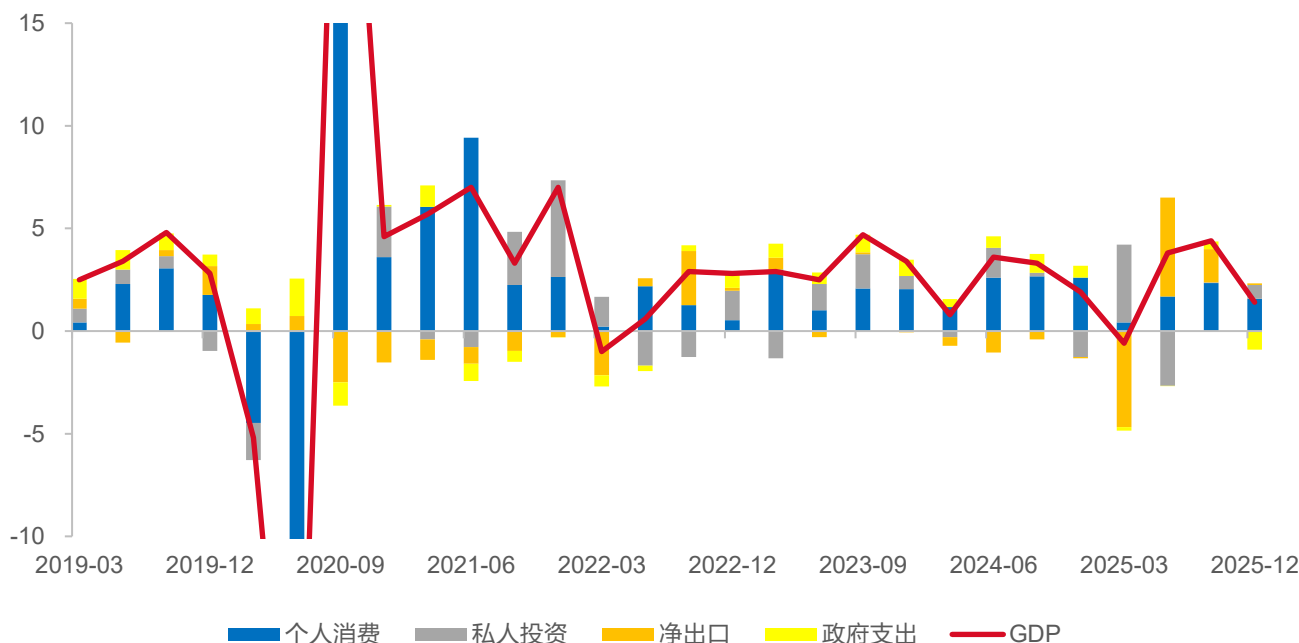
- 剔除政府关停影响后，美国经济依然保持相对稳健，市场以通胀升温交易为主。四季度美国消费和投资整体增速保持在2.5%（前值2.8%），对GDP的拉动同样稳定在2.2pct（前值2.4%）。同时，市场对美国四季度经济反应并不强烈，主要受同期发布的超预期上行的PCE数据影响而形成“再通胀”交易逻辑：短端美债收益率走高，美元指数在大幅拉升后回落，美股走高，黄金走高。
- 风险提示：美国关税出现波动导致贸易恶化，美国内部政治不稳定性外溢影响消费投资。

图1 美国 GDP 各分项, %

| | 环比折年率, % | | | | 环比折年贡献率, % | | | |
|-------------|----------|--------|--------|----|------------|--------|--------|----|
| | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 趋势 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 趋势 |
| GDP | 3.8 | 4.4 | 1.4 | | 3.8 | 4.4 | 1.4 | |
| 个人消费 | 2.5 | 3.5 | 2.4 | | 1.7 | 2.3 | 1.6 | |
| 商品 | 2.2 | 3.0 | -0.1 | | 0.5 | 0.6 | -0.0 | |
| 耐用品 | 2.3 | 1.6 | 0.9 | | 0.2 | 0.1 | -0.1 | |
| 非耐用品 | 2.2 | 3.9 | 0.4 | | 0.3 | 0.5 | 0.1 | |
| 服务 | 2.6 | 3.6 | 3.4 | | 1.2 | 1.7 | 1.6 | |
| 私人投资 | -13.8 | 0.0 | 3.8 | | -2.7 | 0.0 | 0.7 | |
| 固定资产投资 | 4.4 | 0.8 | 2.6 | | 0.8 | 0.2 | 0.5 | |
| 住宅类 | -5.1 | -7.1 | 1.5 | | -0.2 | -0.3 | -0.1 | |
| 非住宅类 | 7.3 | 3.2 | 3.7 | | 1.0 | 0.4 | 0.5 | |
| 建筑 | -7.5 | -5.0 | -2.4 | | -0.2 | -0.2 | -0.1 | |
| 知识产权 | 15.0 | 5.6 | 7.4 | | 0.8 | 0.3 | 0.4 | |
| 设备和器械 | 8.5 | 5.2 | 3.2 | | 0.4 | 0.3 | 0.2 | |
| 出口 | -1.8 | 9.6 | 0.9 | | -0.2 | 1.0 | -0.1 | |
| 进口 | -29.3 | -4.4 | 1.3 | | 5.0 | 0.6 | 0.2 | |
| 政府支出 | -0.1 | 2.2 | -5.1 | | -0.0 | 0.4 | -0.9 | |
| 联邦政府 | -5.3 | 2.7 | -16.6 | | -0.4 | 0.2 | -1.2 | |
| 国防 | 0.9 | 5.7 | -10.8 | | 0.0 | 0.2 | -0.4 | |
| 州和地方政府 | 3.1 | 2.0 | 2.4 | | 0.3 | 0.2 | 0.3 | |

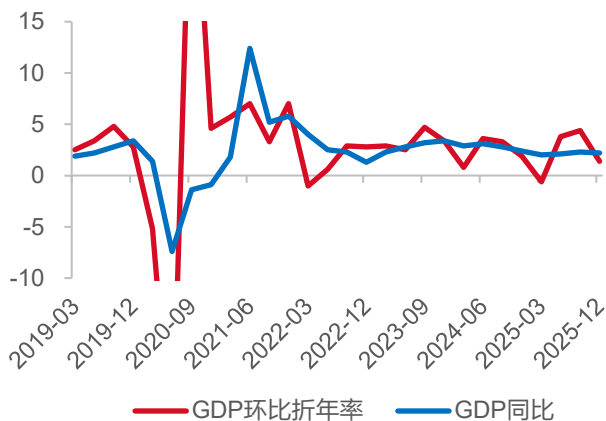
资料来源: BEA, 东海证券研究所

图2 美国四季度的消费和投资对 GDP 依然保持较高贡献率, %



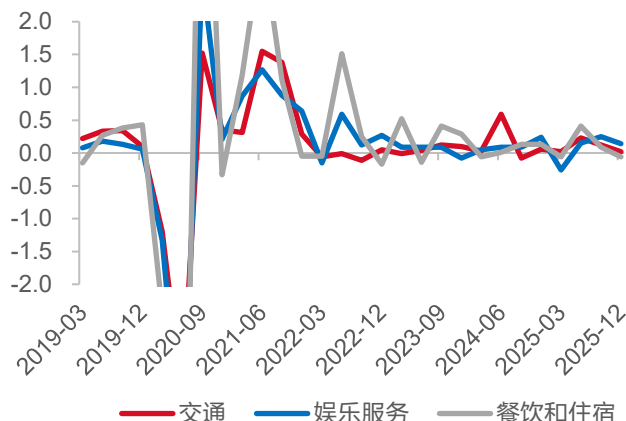
资料来源: BEA, 东海证券研究所

图3 美国 GDP 增速, %



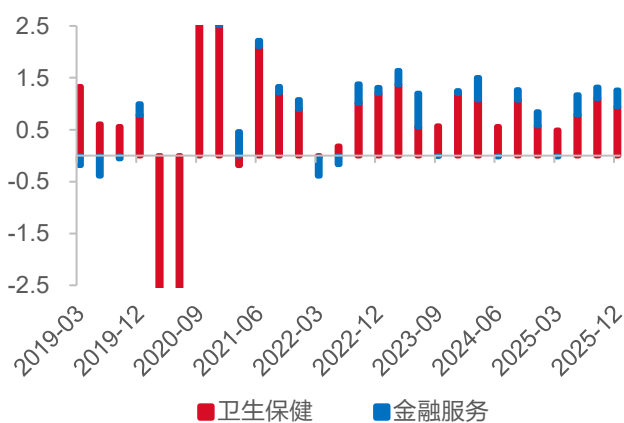
资料来源: BEA, 东海证券研究所

图4 对经济高弹性分项的贡献率存在边际回落情况, %



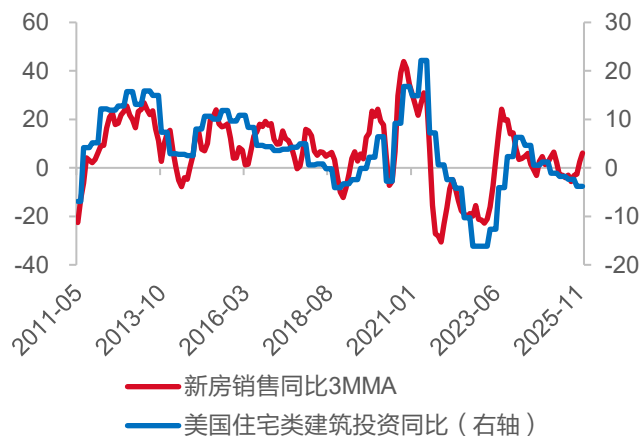
资料来源: BEA, 东海证券研究所

图5 卫生医疗和金融服务支撑服务消费保持强劲, %



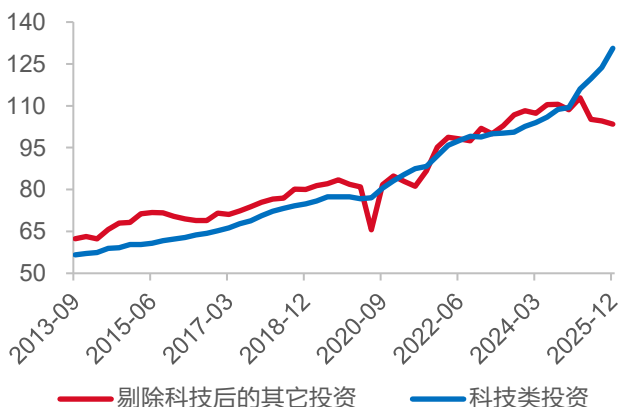
资料来源: BEA, 东海证券研究所

图6 新屋销售回暖或支撑住宅类投资回升, %, %



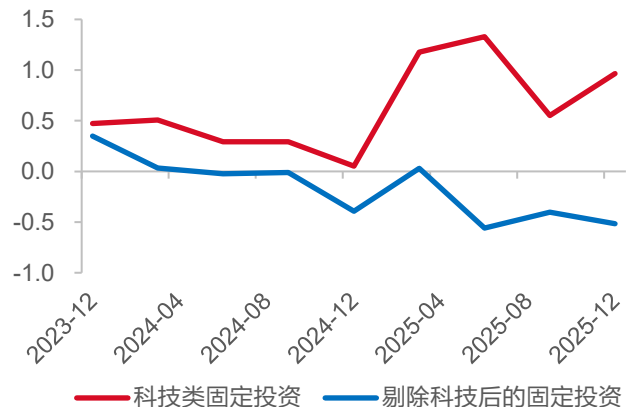
资料来源: BEA, 东海证券研究所

图7 投资指数的 K 型分化在四季度继续加深



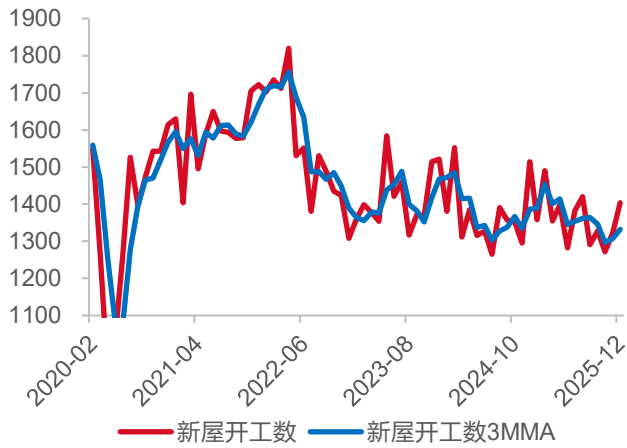
资料来源: BEA, 东海证券研究所

图8 投资对 GDP 贡献率亦存在 K 型分化, %



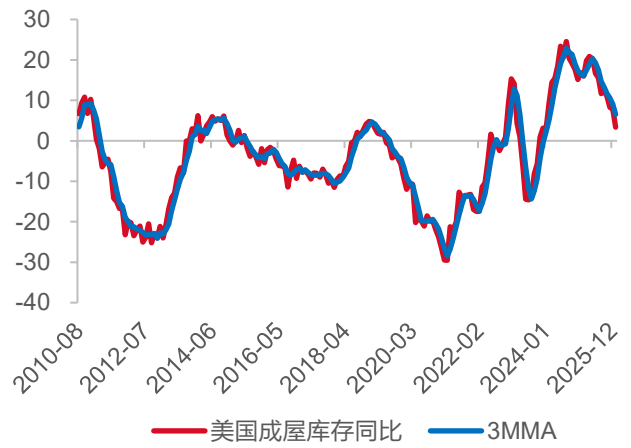
资料来源: BEA, 东海证券研究所

图9 美国新屋开工在 2025 年四季度反弹，千套



资料来源：USCB，东海证券研究所

图10 美国成屋库存持续下降，%



资料来源：全美地产，东海证券研究所

一、评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20% |
| | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20% |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
| | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15% |

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089