

全球经济

路演反馈

上周我们在上海与一些中资机构投资者进行交流。投资者关注特朗普政策的滞涨效应和美股回调风险，关心美股回调是否会改变特朗普政策计划和美联储政策路径。投资者对“两会”期间公布的经济目标和政策基调已有充分预期，关注产业政策有何新方向、住房与耐用品消费企稳改善的可持续性以及是否有提振消费的新政策等。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

■ 特朗普政策

我们的观点：特朗普上任前，市场预期他会首先减税、去监管和降油价，渐进减少非法移民（100万/年）、小幅削减政府支出，然后等待通胀降至更低时开启贸易战，对华关税升幅较大，对盟友关税升幅较小，政策加总后对美国短期有提振作用，中期则带来滞涨效应，市场通过“特朗普交易”已充分反应政策中的正面效应。但特朗普上任后，政策顺序与之前预期不同。他大力驱逐非法移民，试图激进削减政府支出包括军费支出，令市场开始担心过去两年支撑经济增长的两大动力——移民流入和政府支出扩张发生逆转；他快速发起对主要贸易伙伴关税威胁，关税首要对象是加拿大和墨西哥，推升短期通胀预期，又打击市场对北美经济信心。近期美股下跌在向特朗普发出警告，未来特朗普将保持政策定力还是调整政策计划是市场关注焦点。

投资者反馈：部分投资者认为特朗普对加拿大和墨西哥的关税意在施压两国配合美国解决芬太尼、非法移民和对华商品依赖问题。如果两国满足特朗普要求，那么最终可能豁免加征关税。一些投资者则认为特朗普精兵简政与加征关税是为了筹集财政资源，支撑明年11月中期选举前对选民减税或派发现金，以塑造人民总统形象，巩固共和党在国会优势。为筹集财政资源，对主要贸易伙伴均加征关税的可能性较大，市场低估了关税政策风险。特朗普承认“贸易战可能使美国人短期感到痛苦”，但“暂时的小痛苦将换取永久的大胜利”，说明经济小痛苦可能不会改变他的关税计划。

■ 美国经济与通胀

我们的观点：通胀预期反弹、短期利率居高和特朗普政策不确定性将对美国经济产生紧缩效应，美国经济下半年将明显放缓。在大规模关税落地之前，通胀可能小幅回落，因为房租通胀补跌和工资增速放缓带动核心服务通胀下行；在大规模关税落地之后，通胀可能先冲高再回落，普征10%关税将推升未来12个月PCE通胀约0.5个百分点（美元升值可能导致进口价小幅下跌，从进口价到零售价传导存在损失），12个月之后高基数和需求萎缩可能导致通胀再逐渐回落。减少非法移民对通胀影响接近中性，因为劳工供应冲击与需求收缩效应相互抵消。特朗普希望通过降油价降低通胀，油价每下跌10%预计降低PCE通胀0.3个百分点，但特朗普能否推动国内油企和OPEC+增产仍存在不确定性。

投资者反馈：大部分投资者认为关税和移民政策会推升经济滞涨风险。部分投资者对美俄谈判能否在短期内解决俄乌问题及推动OPEC+增产持怀疑态度。

■ 美联储政策

我们的观点：去年4季度以来，失业率低位下降，通胀小幅反弹，特朗普交易推升通胀预期，美联储暂停降息，进入对特朗普政策效应的谨慎观察期。尽管最近经济数据初现放缓迹象，但美联储仍需要3个月时间确认通胀是否重回下降趋势和特朗普关税政策前景与影响，预计3月、5月和6月可能继续暂停降息。随着金融市场波动上升和经济持续放缓，美联储可能在9月或12月降息1次。

投资者反馈：需要观察美国经济最近放缓趋势如何演变，经济放缓是否改变特朗普政策计划，进而影响美联储的政策路径。

■ 美股、美债与美元

我们的观点：市场经历“特朗普交易”后已充分反应特朗普政策组合中好的部分。随着特朗普加征关税、削减政府支出和驱逐非法移民政策比预期更加激进，市场开始交易美国经济近期滞涨和远期下行风险，估值处于高位的美股连续下跌。在美股发出警告之后，如果特朗普调整其关税计划，那么可能缓解市场担忧，支撑美股反弹。如果特朗普坚定推进其关税计划，那么市场信心可能持续恶化，标普 500 指数可能进一步下跌 5%-10%。美股是美国经济的晴雨表，美股指数 10%-15% 的下跌往往伴随数月后经济明显放缓或金融体系局部风险暴露，20% 以上熊市级别的下跌则意味着经济衰退和金融动荡风险明显上升。目前美国家庭资产负债表和就业市场稳健，企业盈利强劲，银行体系稳固，经济衰退或金融动荡风险依然较低。10 年美债收益率可能从目前的 4.3% 降至今年底 4% 和明年底 3.75%。长期国债收益率反映市场对中长期经济和通胀前景的预期，与名义 GDP 增速趋势密切相关，但一般低于名义 GDP 增速以保证政府债务率上升具有可持续性。未来三年美国名义 GDP 增速中枢为 4%-4.5%，10 年国债收益率中枢在 3.5%-4% 比较合理。疫情前 10 年美国名义 GDP 增速平均为 3.6%（实际 GDP 增速 2%+通胀 1.6%），10 年国债收益率平均 2.5%，美联储 QE 人为压低长期国债收益率 0.5-0.7 个百分点。美元指数短期可能小幅回落，因为特朗普减少非法移民和削减政府支出力度比预期激进，可能导致美国经济放缓幅度超过欧洲和日本。但在特朗普对欧洲和中国的关税政策升级后，美元指数可能再度反弹，因关税政策可能导致欧洲和中国经济放缓幅度超过美国。如果特朗普与欧盟和中国开启协议谈判模式，那么美元指数可能回落。

投资者反馈：近期美股指数跌幅将提供有关未来美国经济放缓程度的预报信息，并考验特朗普关税政策的战略定力。

■ 中国经济

我们的观点：2023 年以来中国防疫政策、房地产政策与资本监管政策先后大转向，中国经济进入短期复苏周期。由于房地产泡沫破裂后遗症和私人部门信心恢复迟缓，经济复苏较弱且充满波折。今年中国经济将延续温和复苏，房价、一二线城市住房销量和 M1 增速等先行指标预示经济活动将有所改善，预计 GDP 增速将从去年第 2、3 季度的 4.6% 升至 5% 左右。

投资者反馈：房地产和耐用品销售有所改善，但整体消费依然疲弱，通缩压力仍大，企业盈利恢复较慢。如果特朗普升级贸易战，那么将打击中国出口和制造业。

■ 中国政策

我们的观点：“两会”期间公开的经济目标与政策基调已在去年 12 月政治局会议和中央经济工作会议上讨论通过，市场对此已有充分预期。今年上半年，房地产与耐用品销售明显改善，贸易冲突最严重时刻可能尚未到来，宏观政策将保持宽松，但增量政策可能较少。下半年，随着前期政策刺激效应递减和特朗普关税政策可能升级，经济面临重新放缓压力，政策部门可能实施新一轮宽松，包括降准 50 个基点和降息 20 个基点等。今年民营企业座谈会标志着对资本监管政策大幅放松，未来两年政策部门将重新鼓励资本创新与扩张，突破行业原有政策限制。

投资者反馈：“两会”经济目标和政策基调将没有太多意外，关注今年产业政策有何新方向，关注“两会”期间中央部委记者会包含的政策信号，关注是否有提振消费的新政策（如生育补贴）。

■ 中国股市、债市与汇率

我们的观点：中国股市今年绝对和相对表现都将不错，因为过去两年全球股市大牛时期中国股市大跌，估值处于历史低位和相对洼地，DeepSeek 等事件部分修复了投资者对中国企业的信心，支撑中国股票重估，未来两年政策仍处于宽松周期。中国债市今年可能上下波动，因为经济预期改善、风险偏好回升和央行对国债收益率调控可能引发债券收益率反弹，但中长期经济前景预期依然疲弱，国债收益率上行幅度有限。今年人民币汇率可能温和走弱。在特朗普关税落地前，人民币可能双向波动小幅走低。特朗普关税落地后，人民币可能显著下行，如果中美相互反制不断升级，那么人民币持续偏弱，如果是利空出尽模式，那么人民币可能见底后小幅回升。在中美开启协议谈判后，人民币汇率将明显反弹。我们预测 2025/2026/2027 年末美元/人民币汇率为 7.48/7.33/7.55。

投资者反馈：“两会”期间中国股市可能回调，因短期利好出尽和部分资金获利了结，但政策热点主题回调后下半年仍将会有不错表现。全年来看，科技板块仍将是主题，过去两年全球股市上涨以科技股遥遥领先，中国股市可能重演这种格局。关注今年是否有提振消费的新政策（如生育补贴），如果有就是大力提振消费的信号，可能推动市场风格切换，消费板块会有补涨机会。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。