

2025 年 6 月 2 日

全球宏观

2025 下半年展望：再平衡

2025 年上半年，全球宏观不确定性显著升温，主因美国贸易、财政长期失衡下，其再平衡尝试所引发的不确定性。尽管随着美元资产波动加剧，促使短期部分关税措施缓和，但美国推动自身再平衡的长周期叙事框架下，相关议题可能将持续存在。在外部不确定下，中国加速推进内外需的再平衡不仅是战略选择，也是经济高质量发展的内生需求。全球大类资产也将面临再平衡，港股受益于政策支持及结构优化，“低波+科技”配置价值越发凸显。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

钱昊

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

- ④ **美国贸易财政双赤字是长期经济失衡的结果，再平衡阻力极大。**美国贸易失衡源于美元作为储备货币的“特里芬悖论”。而特朗普政府尝试在维持美元霸权同时实现制造业复兴，这一矛盾目标使再平衡难度加大。纵观历史，美国政府支出呈“棘轮效应”，且自由裁量空间较小，而当前家庭财富对股市波动敏感度创新高，企业盈利高度依赖政府支出，使得财政紧缩面临空前挑战。两难处境可能迫使特朗普政府采取更为渐进和选择性的财政政策。同时，减税法案 2.0 可能将财政推向更加失衡的境地。
- ④ **美国经济数据分化加剧判断难度，政策再平衡成美联储重大挑战。**特朗普政府推出的关税政策带来“三重风险”——通胀上升、失业上升、增长放缓，大幅压缩了货币政策操作空间。关税不确定性产生的通胀上行风险限制了货币政策大幅转向的空间。且在关税预期作用下，企业抢进口、抢投资，居民抢消费或已部分提前透支需求，使经济增长前置，2 季度可能增速较好，而 3、4 季度下行压力加大。滞胀风险下，美联储操作空间狭窄，降息预计将推迟至 4 季度。
- ④ **中国加速推进内外需再平衡。**中美经贸高层会谈取得实质性进展，但关税水平显著提升，外需压力持续存在。然而，中国外需展现超预期韧性，得益于产业结构优化升级、完整产业体系优势、区域布局多元化和企业出海等多年战略布局。当前内需扩张迎来政策窗口期，政治局会议政策定调积极。一揽子金融政策已适时推出，后续降息、财政加力空间仍足。同时，扩内需战略深入推进，通过收入分配优化、“以旧换新”政策扩面、服务消费升级和“投资于人”等战略，多维度释放消费潜力。
- ④ **全球资产再平衡：美元信用受损、美债期限溢价趋势性上升，长期超配的美股、美债面临资金分流压力，非美元资产有望受益于资金重新配置。1) 港股：**受益于我国政策环境相对稳定和市场结构持续优化，港股有望成为全球为数不多的低波动市场，而以 AI、硬科技为代表的科技股有望迎来内外资金共同配置，**重点关注**科技创新、高股息和政策红利三条主线。**2) 美股：**市场正经历“例外论”向“卖出美国”的叙事转变，面临政策不确定性和估值回调双重压力。**重点关注**大市值权重价值股及医疗保健、公用事业等防御性板块。**3) 美债利率：**短期面临债务上限供给端压力或上探前高，全年维持在 4.0-5.0% 区间宽幅震荡。**4) 美元：**美国经济基本面仍展现一定韧性，相对有利的利率环境为美元提供一定支撑，但政策不确定性、信用担忧及对冲需求主导下，短期内仍有下行压力。

目录

海外经济：贸易和财政的再平衡	3
贸易财政“双赤字”下的困兽犹斗	3
经济增长：继续放缓但未至于崩塌	10
降息空间：三重风险下，操作路径狭窄	15
中国经济：外需与内需的再平衡	16
外部环境变化加速再平衡需求	16
外需放缓，但仍有韧性	18
扩大内需，增强我国国内大循环的主体地位	22
科技创新驱动经济增长，构建应对外部环境新优势	29
大类资产：美元和非美的再平衡	31
港股：追求不确定性环境下的确定性，“低波+科技”配置价值凸显	32
美股：波动中寻求平衡，估值回调压力犹存	35
美债利率：年底前 4.0-5.0% 宽幅震荡，中枢易升难降	37
外汇：美元向下，非美向上	38

海外经济：贸易和财政的再平衡

2025 年上半年，全球宏观层面的风险显著放大，并加剧了资本市场的波动。核心扰动因素主要来自特朗普一系列的关税政策，尤其是 4 月“对等关税”的推出，显著推升了全球市场的不确定性。尽管，美国此后也遭遇关税“反噬”，美元资产一度经历“股债汇”三杀，迫使特朗普政府暂缓关税措施。然而，在美国极力推动自身贸易和财政再平衡的框架下，关税等一系列逆全球化的措施或仍会反复，并进一步加速全球经贸格局的碎片化趋势。

贸易财政“双赤字”下的困兽犹斗

追本溯源，特朗普 2.0 的一系列措施，包括大幅提高关税，力求新的贸易平衡，其行动和宗旨均在所谓的“海湖协议”中有所体现。（详见此前报告《[海湖协议魅影，特朗普的改革理想与现实约束](#)》）。

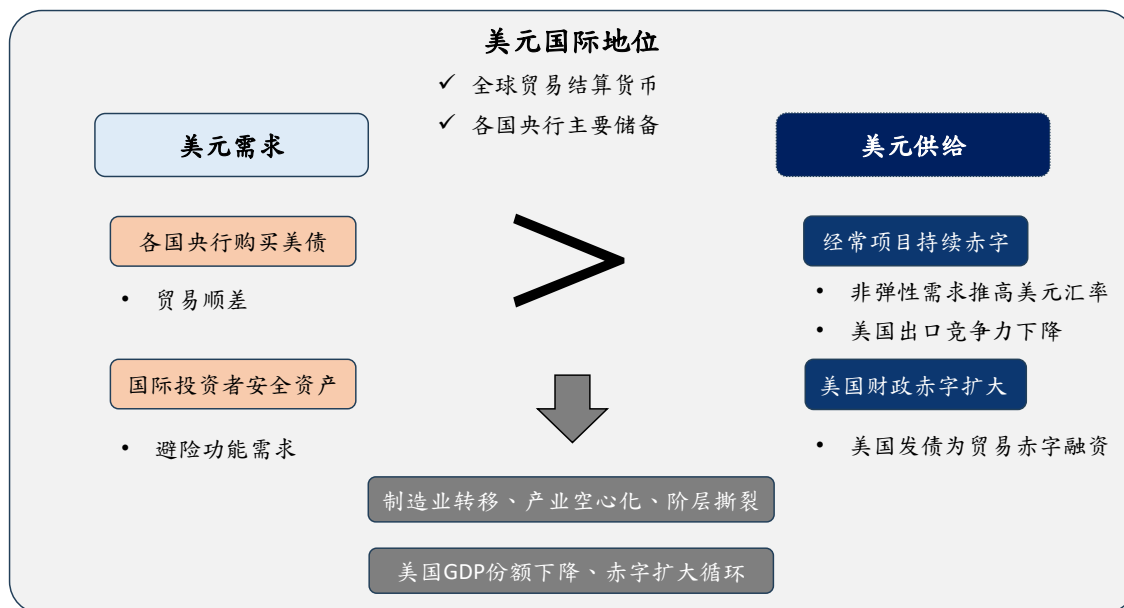
① 美国经济失衡的根源——高估的美元与“特里芬悖论”

斯蒂芬·米兰认为，美国当前经济失衡的根源，在于美元作为全球储备资产缺乏弹性需求而被持续高估。作为储备货币发行国，美国必须通过经常账户赤字向全球输出美元，由于全球对美元和美国国债的非弹性需求推高了美元汇率，使得美国出口商品缺乏国际竞争力，最终损害了美国制造业——“特里芬悖论”。美国在全球 GDP 中的份额由 1960 年代的 40% 下降到当前约 26% 左右的水平，这意味着美国需要运行更大的赤字，为全球贸易和储蓄池提供资金。



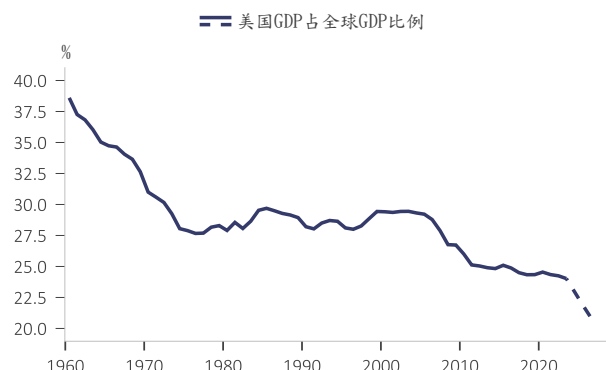
海湖协议魅影，特朗普的改革理想与现实约束

图表 1: 美国经济失衡的根源——高估的美元与特里芬悖论



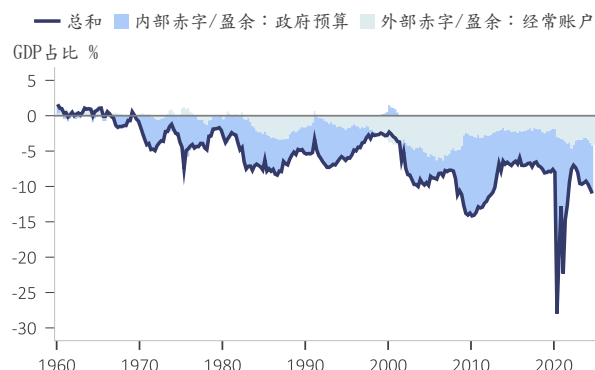
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 美国 GDP 占全球比例下降



资料来源: Macrobond, 交银国际。注: 虚线为美国 CBO 预测数据

图表 3: 美国财政、经常账户双赤字不断上升



资料来源: Macrobond, 交银国际

④ 贸易再平衡：特朗普关税政策的持续倾向及潜在源头

尽管美元作为储备货币削弱了其出口竞争力，但另一方面也赋予美国“金融霸权”，如用金融制裁实现国家安全目标的能力。因此，尽管特朗普试图降低美元汇率以提高制造业竞争力，实现其美国工业化的目标，但又重视美元储备货币地位的价值，想要在不放弃美元霸权的前提下实现美国制造业复兴。特朗普政府尝试推动的全球贸易体系重组，旨在同时实现两个看似矛盾的目标：美国再工业化并维持美元储备货币地位。战略上，则需要通过关税促使各国承担更多美国提供储备资产和安全保护的成本，最终将全球需求重新分配给美国，以重振美国制造业基础。

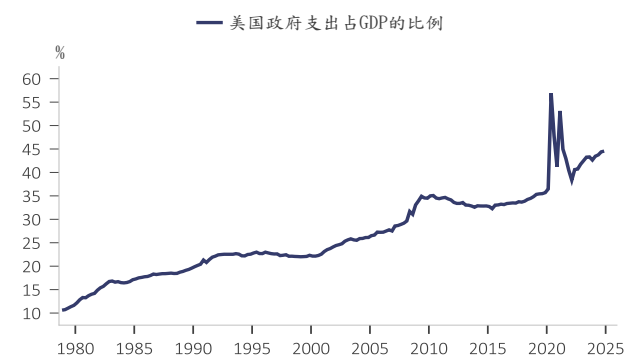
特朗普政府在 2018 年贸易摩擦中，部分关税最终由被征税国以牺牲自身购买力的方式所承担，对美国通胀影响有限，这或许强化了其对于关税政策的偏好。然而，美国当前面临的贸易格局和经济环境都发生了较大变化，大规模复制此前的关税成果难度陡增。特朗普 2.0 政府提出的“对等关税”政策，力度和广度均远超上一轮，也不可避免地导致不确定性大幅增加。

⊕ 美国财政呈“棘轮效应”——扩张容易收缩难

特朗普政府及财政部长贝森特对财政再平衡同样雄心勃勃，此前曾表示美国将经历“财政戒断期”。然而，特朗普政府是否能够承受戒断过程中的阵痛和政治代价，仍有待观察。政策表态与实际执行间往往存在显著差距，特别是当面临实际经济压力和政治反弹时，政策连续性和执行力度都将面临考验。作为超主权信用国家，美国近期失去了三大信用评级机构中最后一个 AAA 级评级，中长期财政改革的紧迫性和复杂性也可见一斑。

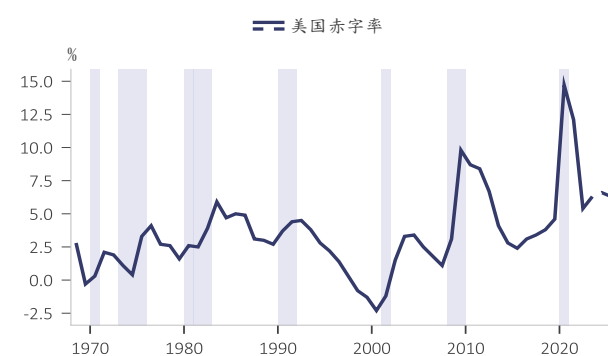
1980 年以来，美国政府支出占 GDP 比例从约 10% 逐步攀升至当前超过 40% 的水平。同时，政府支出扩张呈现明显的“棘轮效应”——扩张容易收缩难。在历次经济危机期间，美国政府支出都会快速扩张，而在危机后未能相应收缩，使得政府规模在每一次危机后都维持在更高水平，2008 年金融危机和 2020 年期间的大规模财政刺激更是加速了这一趋势。**与政府支出扩张相伴的是财政赤字和债务负担的持续攀升。**特别是 2000 年以后，美国赤字率呈现波动上升态势。债务利息支出占政府支出的比重也从历史低点显著回升，2024 财年已达约 13.5%，预计在高利率环境下，美债付息成本滞后上升，该比例可能将进一步攀升。

图表 4: 美国政府支出占 GDP 比例逐步攀升至当前超过 40%



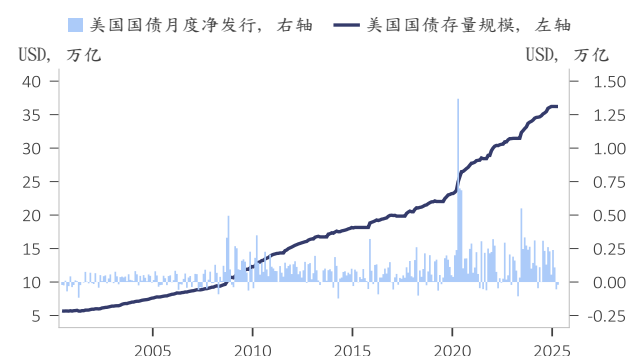
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 美国的历次金融危机都伴随着赤字率的提高



资料来源: Macrobond, 交银国际。虚线部分为 CBO 预测

图表 6: 美债净发行及存量规模



资料来源: Macrobond, 交银国际

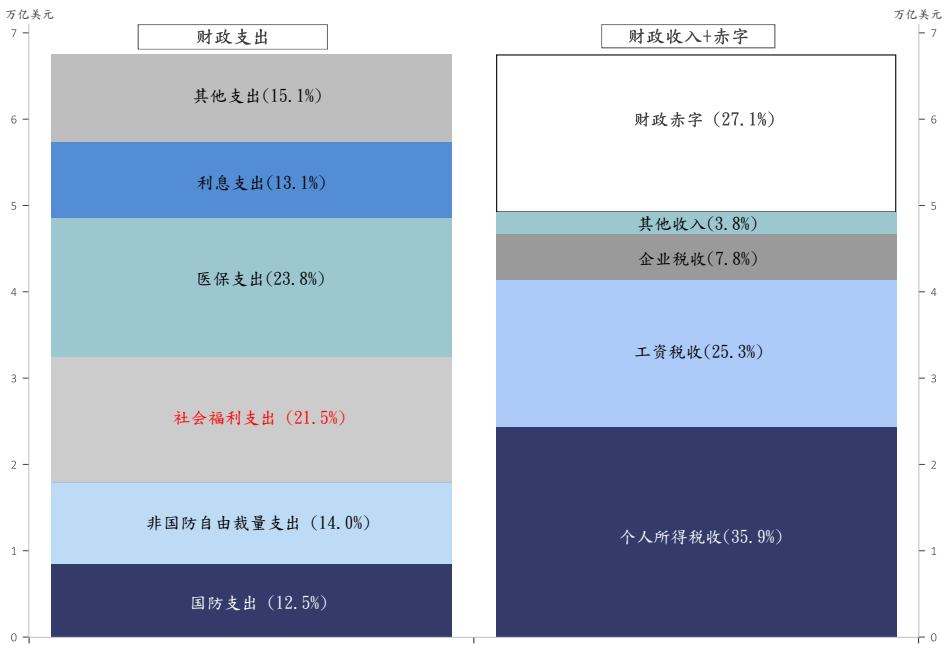
图表 7: 美国利息支出占财政支出比例



资料来源: Macrobond, 交银国际。虚线部分为 CBO 预测值

美国财政刚性支出比例不断上升，可调整空间有限。社会保障、医疗保险等其他法定福利项目支出占全部支出的近三分之二。同时，国防支出在地缘因素背景下也难以大幅削减，可供调整的“自由裁量”支出空间有限，任何实质性的财政紧缩，都将面临巨大的政治阻力。也是为何当初马斯克带领的财政效率部门（DOGE）从最初宣称的削减赤字2万亿美元改为1万亿美元，而截至到2025年2季度也仅削减不到2000亿美元，进度较为缓慢。

图表 8: 美国财政刚性支出比例上升，可调整的“自由裁量”支出空间有限



资料来源: Macrobond, 交银国际

财政紧缩往往伴随着显著的经济和政治代价。对于特朗普政府而言，如果财政紧缩导致经济明显放缓或衰退，不仅会影响中期选举前景，还可能损害其核心支持者的经济利益。历史数据显示，经济衰退期间美国财政赤字率通常会急剧攀升，达到 GDP 的 8-10% 甚至更高，主要源于自动稳定器机制（如失业救济金增加、税收收入减少）及为应对衰退而采取的反周期财政刺激。对于致力于降低赤字率和债务水平的特朗普政府而言，经济衰退将是其尽力避免的情景，因为将使其财政目标彻底脱轨。

美国家庭财富对股市波动的敏感度空前提高

近期美股的显著调整引发了市场对财富效应可能带来的经济影响的担忧。尽管传统经济理论认为，家庭不会对资产价格的短期波动做出过度消费调整，但当前美国经济面临的结构性变化的新环境：股市与家庭财富及消费行为的关联度或将达到历史新高。

美国家庭金融资产中，股票占比已攀升至 43%（直接持有和通过养老金、共同基金等间接持有），创下历史新高，较特朗普第一任期初期提升约 5 个百分点，较 2008 年金融危机前高出近 10 个百分点，也意味着家庭财富对股市波动的敏感度大幅提高。2020 年后，在零利率和大规模财政刺激的双重推动下，美股出现了较为罕见的快速上涨，这一轮资产价格上涨不仅增加了高净值家庭的财富，也通过 401K 养老账户和广泛的股票持有扩散至中产阶级，形成了更为广泛的“财富效应”。

当前，美国家庭消费对股市财富变化的边际消费倾向显著高于历史平均水平。据哈佛大学经济学家 Gabriel Chodorow-Reich 在 2021 年的一篇论文估计，每 1 美元的股市财富变化可能导致 3-5 美分的消费变化。考虑到当前美国股市总市值约为 50 万亿美元，即使是 20% 的市场调整也可能导致家庭财富减少约 10 万亿美元，按照上述估算，将直接导致 3000-5000 亿美元的年度消费减少，相当于美国 GDP 的 1-2%，而这种规模的消费收缩会令将美国经济衰退可能性显著上升。

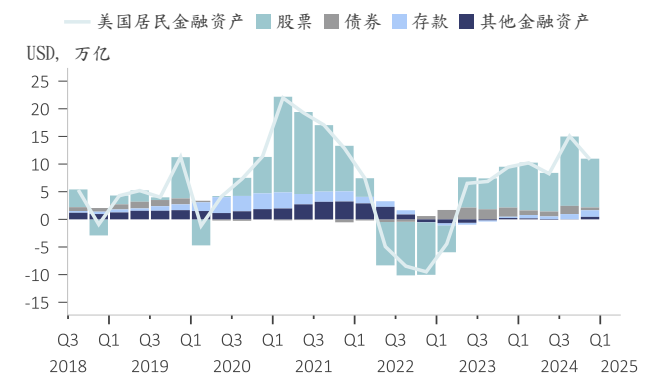
如果美国股市调整最终演变为经济衰退，特朗普政府将面临两难选择：要么违背财政纪律承诺，实施大规模救市和刺激措施；要么坚持紧缩立场，但可能面临更深度和持久的经济衰退。

图表 9: 美国家庭股票占资产比例创下新高，较“特朗普 1.0”时期提升约 5 个百分点



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 10: 近几年美国居民金融财富创造主要来自股票资产



资料来源: Macrobond, 交银国际

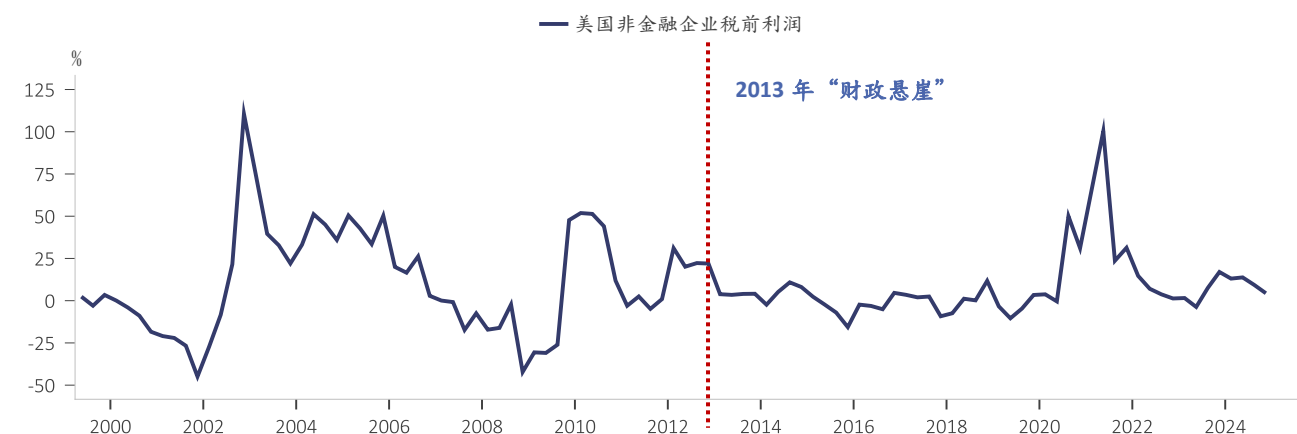
美国企业盈利当前对政府支出更依赖，紧缩影响会更显著

美国企业盈利近年来对财政的依赖程度也在加深。据华尔街日报 2025 年最新的研究数据显示，2020 年以来，美国企业盈利中近 60% 直接或间接来自于政府支出，也意味着任何形式的财政紧缩都可能对企业盈利产生远超市场预期的负面影响。

不仅如此，美国政府支出不仅支撑了企业的绝对盈利水平，还在很大程度上掩盖了企业运营效率和竞争力的结构性问题。疫情期间的大规模财政干预在必要的危机应对之外，也可能延缓了市场的自然出清过程，使一些在正常市场环境下可能难以生存的低效率企业得以维持运营。

从历史经验看，政府支出收缩对企业盈利的影响往往具有滞后性和累积性。以 2013 年“财政悬崖”后的政府支出削减为例，虽然整体经济增长维持正值，但非金融企业利润在随后两年内增速显著放缓，部分行业甚至出现利润绝对水平下降。当前环境下，考虑到企业对政府支出的依赖度更高，财政紧缩的影响可能更为显著。

图表 11: 美国非金融企业利润增速在 2013 年“财政悬崖”后经历了明显放缓



资料来源: Macrobond, 交银国际

特朗普政府主推的减税增支法案可能将财政推向更加失衡的境地

特朗普政府主推的《One Big Beautiful Bill Act》（“美丽大法案”）是一项集减税、削减社会福利、加强边境安全等多项政策于一体的综合性立法。白宫声称该法案将通过经济增长和支出削减实现 1.6 万亿美元的赤字缩减，但负责任联邦预算委员会（CRFB）及其他独立机构普遍认为，该法案实际上将大幅推高赤字和债务水平。

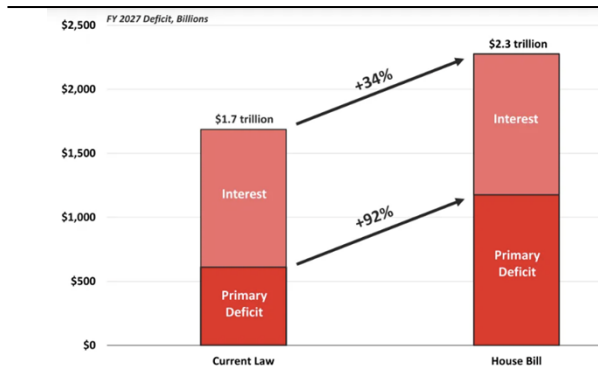
根据 CRFB 测算，该法案将使美国在未来 10 年内增加约 3.3 万亿美元债务。具体而言，法案的税收减免总额高达 4.9 万亿美元，而社会福利削减和其他支出调整仅能弥补部分赤字缺口。更为严峻的是，如果所有临时性税收减免条款最终延长，CRFB 估算赤字增幅可能高达 5.3 万亿美元。从时间分布看，该法案呈现出“财政新借款前置、支出节省后置”的特征：预计 2.2 万亿美元赤字将在

前 5 年产生，而大部分节省效应（约 1.2 万亿美元）将在 10 年的后半段体现，这将导致短期赤字上升较快。

若法案按现有版本通过，将极大冲击美国财政可持续性。大规模减税与有限支出削减的组合将导致联邦财政赤字和债务持续快速上升，进一步压缩财政政策空间，限制政府未来通过财政手段刺激经济的能力，并推高利息支出负担，形成债务—利息的恶性循环。

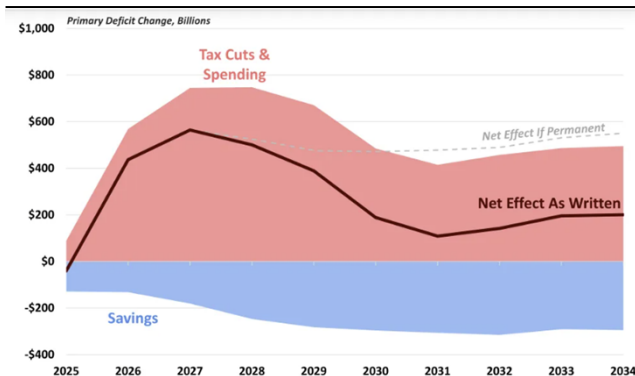
若法案未能通过，虽然能够避免大规模减税和社会福利削减，有助于遏制联邦债务扩张，但 2017 年《减税与就业法案》（TCJA）中的个人和企业所得税减免条款将在 2025 年底到期。据相关机构估算，平均美国家庭将面临约 22% 的税负增加，约 4000 万家庭的儿童税收减免将减半，2600 万小企业的最高税率将升至 43.4%，从而可能推升美国经济衰退风险。

图表 12: CRFB 测算法案将使 2027 财年赤字（政策全面生效第一年赤字）增加近 6000 亿美元



资料来源: CRFB, 交银国际

图表 13: 法案关于支出和减税的部分前置，而支出节省抵消效应后置，短期赤字可能快速上升



资料来源: CRFB, 交银国际

特朗普变革压力源于美国经济长期积累的结构性失衡

过去二十余年，美国形成了特定的危机应对模式：每当经济面临衰退风险，政府和美联储便迅速采取大规模刺激措施。这种模式虽然短期有效，但带来了债务攀升、资产泡沫化和经济对低利率依赖加深的长期后果。从 2001 年互联网泡沫后的低利率推动房地产泡沫，到 2008 年后量化宽松推高资产价格，再到 2020 年疫情刺激导致通胀飙升，形成了当前的高利率环境。也体现了金融不稳定假说下的关键悖论，即每次危机的政策应对虽然成功稳定了短期经济，却同时加剧了长期的系统性风险。

重大政策转变往往发生在旧模式不可持续的临界点。1979-82 年的沃尔克紧缩政策就是一个典型例子：在持续十余年的高通胀后，时任美联储主席保罗·沃尔克实施了激进的紧缩货币政策，尽管导致严重衰退，但最终成功控制了通胀并为随后近二十年的经济繁荣奠定了基础。当前美国经济面临的核心挑战是如何在不引发严重衰退的前提下，实现从依赖低利率和高赤字的增长模式向更可持续的财政和货币路径的转变。这一转变的必要性不仅源于财政算术—债务利息支出增长速度超过收入增长将最终导致财政不可持续，也源于更广泛的经济结构考量：过度依赖政府支出和货币刺激的增长模式最终会损害经济自身。

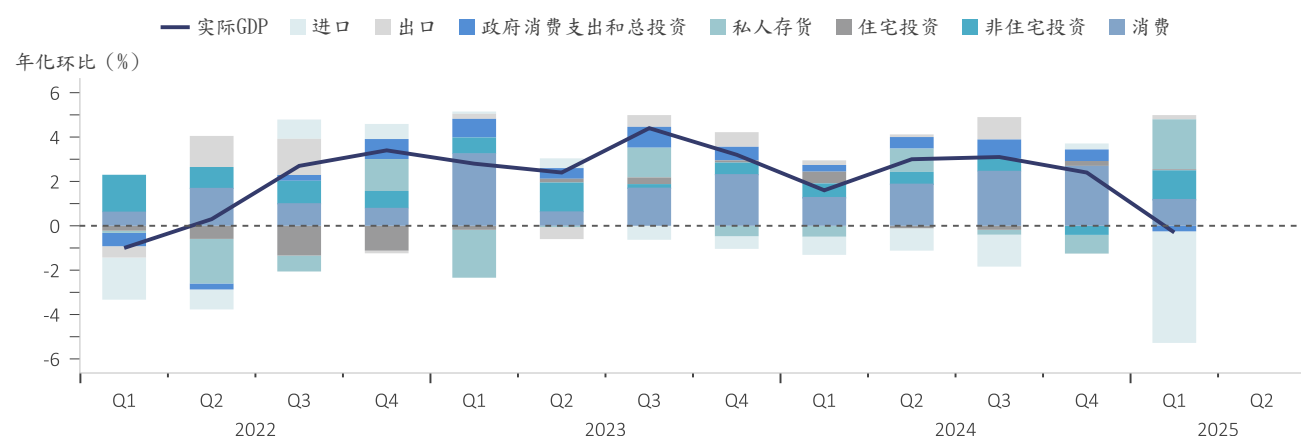
历史经验表明，美国政府在面对经济现实与政策理想冲突时通常会务实调整。里根政府在 1981 年大规模减税后，面对扩大的赤字不得不在 1982 和 1984 年通过税收增收措施；克林顿政府也在 1993 年放弃竞选承诺转而实施财政整顿。对特朗普政府而言，财政现实构成核心困境：既要控制支出维护财政纪律，又要避免过快削减引发市场调整威胁经济增长。这种两难可能迫使政府采取更为渐进和选择性的财政调整策略，但即使渐进式调整也将改变过去高度依赖政府支出的经济和市场环境。

经济增长：继续放缓但未至于崩塌

⊕ 基于预期的短期行为不必然反映基本面的实质恶化

美国 1 季度 GDP 增速环比转负主要在于净出口贡献大幅降低——特朗普关税政策不确定性的影响下，美国进口活动出现了一轮“抢跑式”增长，导致短期内进口数据大幅攀升，从而拖累了 GDP 增速。但这种基于预期的行为扰动了短期经济数据，并不必然反映经济基本面的实质性恶化。

图表 14: 美国 1Q25 GDP 年化季环比转负主要受“抢进口”拖累



资料来源: Macrobond, 交银国际

关税放缓后，美国衰退风险已明显转弱

随着年中关税风险放缓，以及相关硬指标仍坚挺，美国年内出现衰退风险的概率仍较低。如果直接从美国国家经济研究局（NBER）所监测的六项关键指标，包括就业、个人收入、消费支出、工业生产等被广泛视为衰退“晴雨表”的硬指标，目前均未跌入负值区域，甚至与衰退阈值仍有相当距离。纵观过去几轮衰退周期，NBER 指标在经济转向前通常会会出现明显的预警信号。当前这些指标的韧性表明，尽管经济增长可能放缓，但距离典型的衰退状态仍有一段距离。

图表 15: 美国 NBER 观察的 6 项衰退观察指标显示，经济尚未有衰退迹象



资料来源: Macrobond, 交银国际

软、硬指标数据呈现分化态势

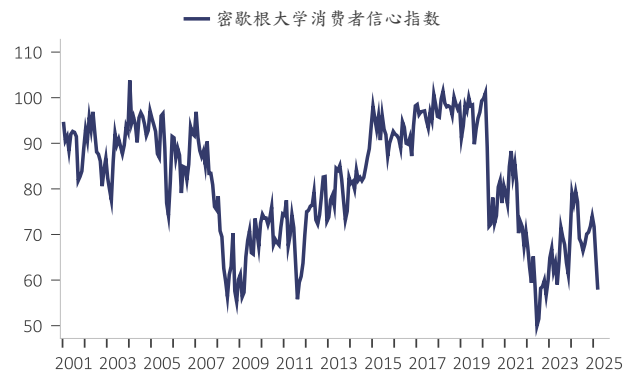
尽管硬指标数据仍相对稳健，但一些软指标数据则出现了较明显的回落。如密歇根大学的消费者信心指数和未来通胀预期数据都出现了大幅变动，并指向“滞胀”情景，而消费者信心的弱化很可能对未来消费支出产生抑制作用。软、硬指标间的分化现象并不罕见，特别是在经济转型期或市场动荡期，消费者情绪往往比企业活动更容易受到短期因素，例如能源价格波动、地缘政治不确定性等影响。关键在于后续关税风险能否持续降低乃至消除，否则仍会出现硬指标向软指标收敛，而非相反。

图表 16: 美国调查数据显示通胀预期大幅上行...



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 17: ...而消费者信心指数回落



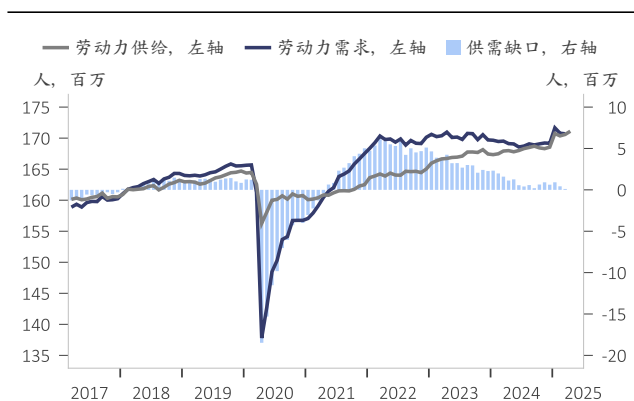
资料来源: Macrobond, 交银国际

就业市场维持韧性，但深入观察微观指标已显现结构性转弱

美国就业市场延续放缓态势，但仍保持着一定程度的韧性。当前美国就业市场供需大致平衡，从近两月的非农就业报告来看，新增就业较为平稳，且失业率维持在低位，尚未反映出关税的影响。尽管政府裁员导致近期就业市场出现了一定程度的动荡，私营部门就业增长虽然放缓但仍保持正向扩张，特别是在医疗保健、专业服务等领域。同时，作为就业市场是否陷入实质性困境的最佳先行指标——初请失业金人数仍维持在相对稳定的水平。截至最新一周数据，初请失业金人数保持在 20 万左右的历史低位区间，未见明显上升趋势。

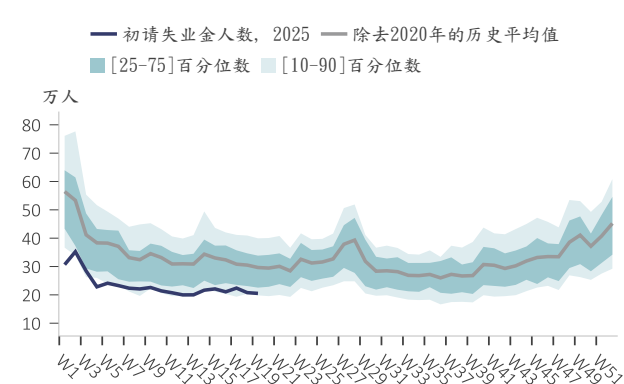
尽管总体就业数据和初请失业金指标仍显示出一定韧性，但深入一些劳动力市场微观指标，如跳槽工资增速和主动离职率，可以观察到当前就业市场确实已明显转弱。美国劳动力市场的主动离职率已降至 2% 附近，较疫情后高点的 3% 左右明显回落。更为值得关注的是跳槽工资溢价的变化，跳槽员工通常能够获得显著高于留任员工的工资增长，而这一溢价曾在 2020 年劳动力短缺时期达到历史高点。然而，当前跳槽员工的工资增速甚至已低于不换工作的员工，一定程度上反映了当前企业对未来经济前景的谨慎态度，招聘意愿明显减弱，不再愿意提供高溢价来吸引人才。

图表 18: 美国就业市场供需大致平衡



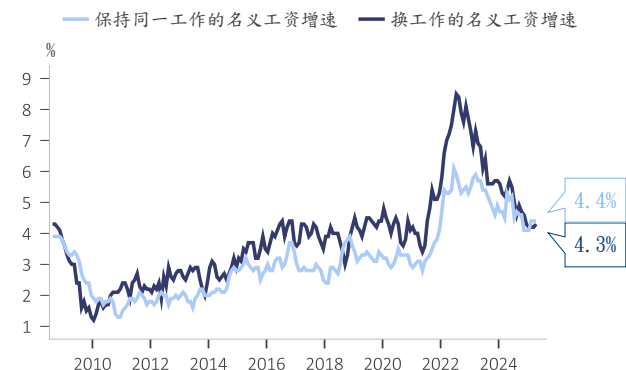
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 19: 美国初请失业金人数仍维持在历史低位水平，未见明显上升



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 20: 美国员工跳槽工资增速已低于不换工作



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 21: 美国员工主动离职率大幅降低



资料来源: Macrobond, 交银国际

企业资本支出计划回落，但实际资本支出仍维持扩张态势

美国企业资本支出作为另一项美国经济增长的关键驱动力，其走向也往往能够反映对经济前景的预期和信心。在 2024 年美国大选前后，市场曾普遍预期“特朗普 2.0”将带来大规模减税和监管放松，并曾在短期内推动制造业资本支出计划明显上行。然而，随着政策细节的不确定性增加，特别是关税政策、财政政策走向以及可能的监管变化等方面缺乏明确路径，资本支出意愿已经出现了一定程度的降温。根据最新美国费城制造业调查显示，资本支出计划指数已由前期高点波动较大，亦能显现出政策不确定性影响下，企业对后续资本开支的态度趋于谨慎。

而从另一项关键观测指标——非国防资本品订单来看，情况则相对乐观。资本品新订单数据近期仍保持温和增长，尚未出现明显下滑。同时，耐用品订单总体表现也相对稳健，可能反映尽管企业对大规模扩张持谨慎态度，但对维持和更新现有生产能力的必要投资仍在继续，特别是在设备更新和技术升级领域。

图表 22: 政策不确定下资本支出扩张预期反复



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 23: 美国耐用品、资本品订单尚在回升



资料来源: Macrobond, 交银国际

就业市场和企业资本支出或有隐忧

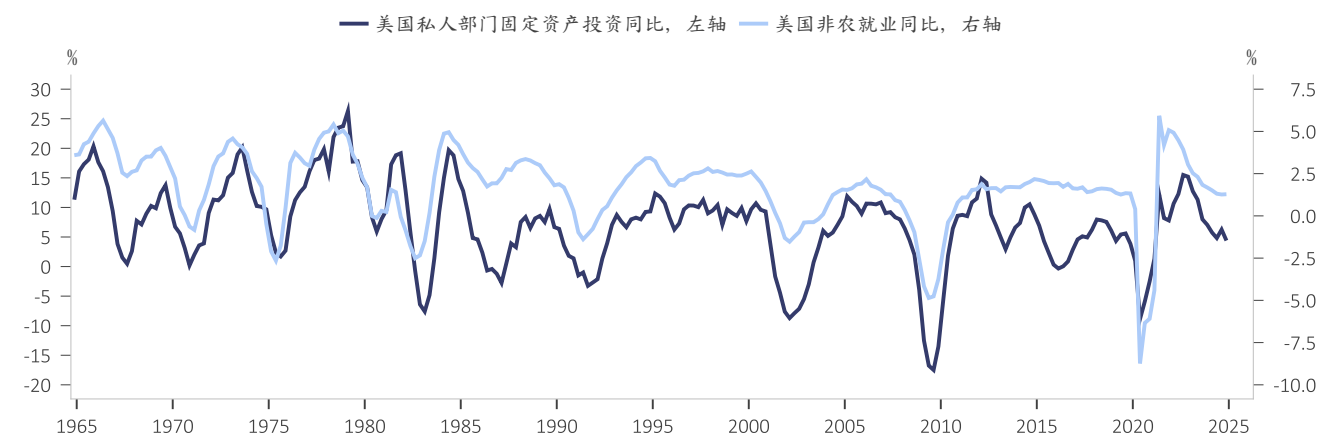
综合以上分析来看，美国经济当前比较脆弱的两个领域是就业市场和企业资本支出：

美国就业市场已结构性转弱。主动离职率下降至2%附近，跳槽工资溢价消失，都表明劳动力市场正经历实质性降温。就业市场的进一步转弱无疑将对家庭收入和消费信心形成直接冲击。考虑到消费支出占美国 GDP 近 70%，就业市场的显著恶化可能引发消费支出的快速收缩，从而触发更广泛领域的经济收缩。

企业资本支出整体动能正在面临减弱风险。资本支出的减弱不仅直接影响当期 GDP 增长，更重要的是会削弱经济的长期增长潜力和生产率提升。特别是在当前高利率环境下，政策不确定性的延续可能进一步推迟企业的资本支出计划，从而对经济增长形成拖累。企业对大型扩张性投资的谨慎态度还可能进一步强化，形成“投资-就业-消费”的负向循环。且企业资本支出往往具有明显的“羊群效应”——一旦领先企业开始大规模削减投资，整个行业往往会迅速跟进，从而加速经济下行。

不仅如此，就业和资本支出之间还存在紧密的互动关系。就业市场的转弱会降低企业对未来需求的信心，进而抑制资本支出意愿；而资本支出的减少则会进一步限制就业创造，形成自我强化的负向循环，一旦这种互动机制启动，经济下行往往会加速并扩散至更多领域。

图表 24: 美国私人部门固定资产投资同比与美国非农就业同比走势



资料来源: Macrobond, 交银国际

积极因素可能提供部分缓冲，“软着陆”的窗口正在收窄。相比于历史上的典型衰退，当前经济的一些积极因素可能提供部分缓冲：劳动力市场结构性短缺仍存，可能减缓裁员速度；企业资产负债表总体健康，现金储备充足；以及家庭杠杆率相对适中，降低了系统性金融风险的可能性。然而，以上缓冲因素并不足以完全消除风险。美国经济实现“软着陆”的窗口正在收窄。下半年，非农新增就业、初请失业金数据将是需要密切监测的核心指标。

降息空间：三重风险下，操作路径狭窄

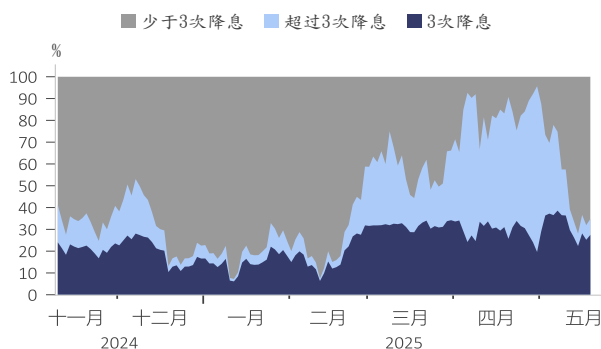
特朗普政府关税带来的“三重风险”——通胀上升、失业上升、增长放缓使得货币政策操作空间变得极其狭窄。关税不确定性产生的通胀上行风险限制了货币政策大幅转向空间，而就业市场和资本支出的脆弱性又要求政策保持足够灵活性以应对潜在风险，两难处境使得任何时机或力度的误判都可能放大经济波动。

经济数据分化加剧判断难度。美国 1 季度 GDP 出现近三年来首次收缩，主要源于企业为规避关税而“抢进口”所导致的暂时扭曲。同时，近期非农就业数据强于预期，失业率维持在 4.2% 低位，表明劳动力市场仍稳健，尚未反映出关税带来的影响。通胀方面，尽管 CPI、PCE 数据尚未反映上行趋势，但诸如消费通胀预期、制造业及服务物价指数等“软指标”已经显著升高，指向未来上行风险。特朗普政府 4 月初宣布的大规模“对等关税”虽已暂停 90 天，但前景不明，且已对企业和消费者信心产生不利影响，进而对经济前景构成挑战。且在关税预期作用下，企业抢进口、抢投资，居民抢消费，可能部分已提前透支需求，使得经济增长前置，2 季度可能增速较好，而 3、4 季度下行压力大。

等待的成本可能是最低的。与 2019 年不同，尽管关税政策的不确定使得当前经济前景相当脆弱，但彼时美联储可以提前降息以应对贸易不确定性带来的增长放缓风险，而现在面临的是通胀上行与经济增长放缓的双重风险，因而前置降息风险较大、成本可能较高。同时，“继续等待”并维护美元信用的当下具有合理性。美联储当前面临的挑战不仅是经济前景难以判断，而“独立性”近期也不断受到威胁，加剧美元信用的困境。此前特朗普已多次呼吁美联储降息，并表示要解雇美联储主席鲍威尔。在大规模关税及“海湖庄园协议”叙事的潜在威胁下，美元信用已遭一定破坏，而美联储选择继续等待，也有其维护独立性、避免信用进一步受损，从而维护金融市场稳定的潜在诉求。

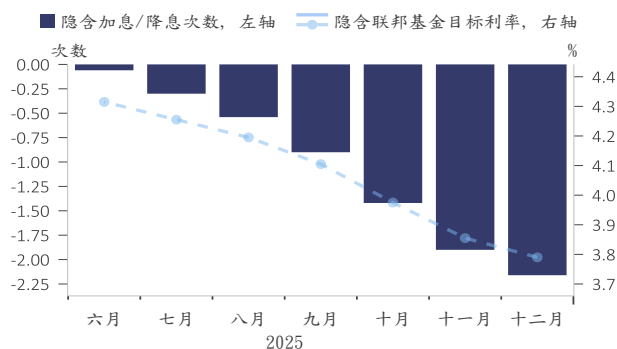
基准情形下，美元信用风险，尤其是美债市场的走势已成为特朗普政府“软肋”，后续关税力度仍有较大概率放缓，若关税冲击对通胀、就业影响有限，则全年降息仍有可能在 1-2 次，而首次降息可能将推迟到 4 季度；一方面，关税影响可能逐渐在未来两月体现，比如价格压力的传导，以及港口、运输等行业就业冲击。另一方面，“对等关税”暂停 90 天可能要到 7 月份，在此之前关税形势仍不明朗，截至目前尚未出现任何达成关税协议的范例。

图表 25: 累计降息概率的变化



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 26: 市场预期 9 月将再度降息



资料来源: Macrobond, 交银国际

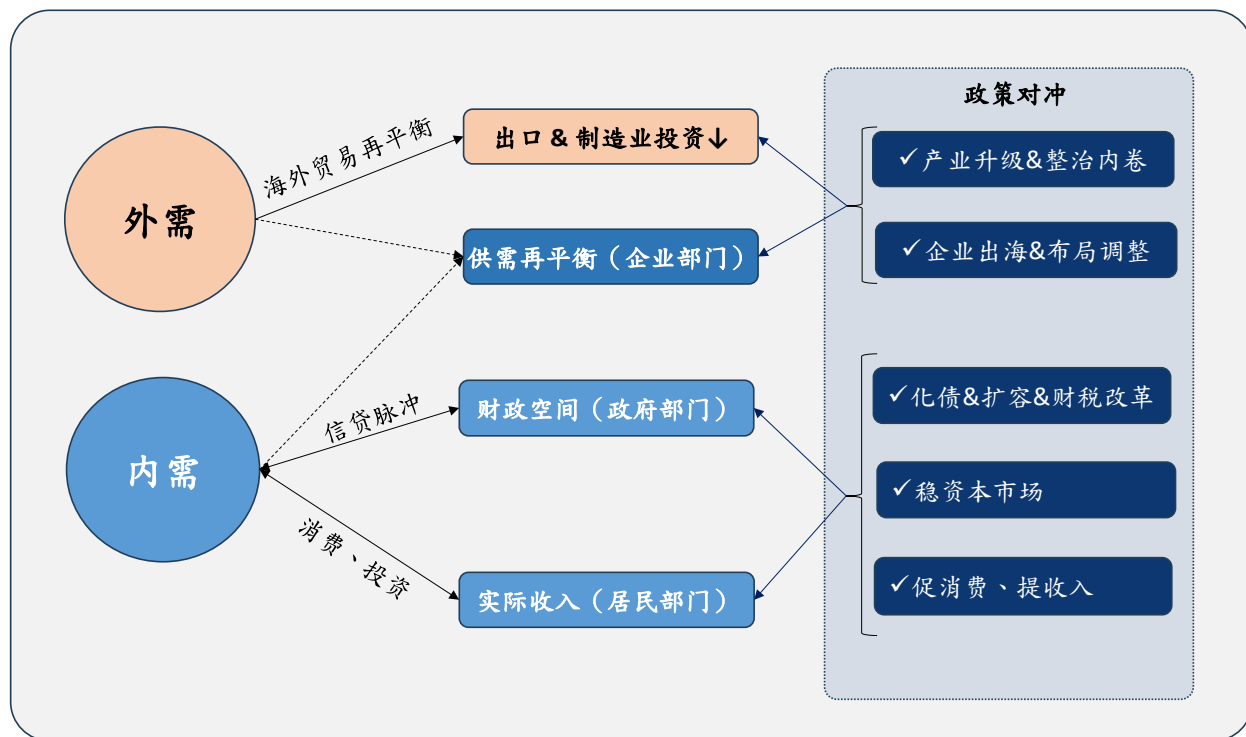
中国经济：外需与内需的再平衡

外部环境变化加速再平衡需求

全球经贸格局显著变化是推动中国加速内外需再平衡的重要外部因素。特朗普 2.0 提出的“对等关税”政策，预计外需不确定性加大。面对全面性关税的潜在不确定性，依赖出口这一关键经济支柱的风险敞口增大。同时，特朗普政府本轮贸易政策不仅局限于关税层面，还延伸至技术限制、供应链重构等多个维度，这使得我国加快构建以内循环为主体的发展格局重要性提升。因此，中国内外需再平衡既是应对外部环境变化的战略选择，也是推动经济高质量发展的内在要求。

推动内外需再平衡是实施我国发展战略的要求。总书记指出“扩大内需既关系经济稳定，也关系经济安全，不是权宜之计，而是战略之举”，“构建新发展格局，首先要将国内大循环搞好，这是治本之策”。这一战略定位不仅关乎当前经济发展，更是未来长远发展的关键。中国拥有完整的产业体系，以及全球最大规模的中等收入群体，都为扩大内需提供了强大基础。然而，目前中国经济的消费贡献率仅在 50%-55% 之间，低于一些主要经济体 70%-80% 左右的水平，内需扩张仍有较大空间。

图表 27: 中国外需、内需再平衡



资料来源: Macrobond, 交银国际

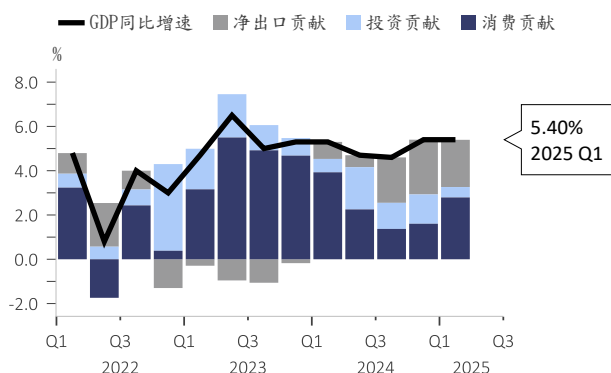
④ 扩大内需也是应对外部不确定性的关键支撑

强劲的内需能为经济增长提供稳定动力。内需的扩大不仅能够降低对外部需求的依赖，也能为企业创造更大的发展空间，进而带动就业增长和居民收入提升，形成良性循环。特别是在当前全球贸易保护主义抬头的背景下，内需对冲外需波动的作用更显重要。

良好的内需前景有助于增强外资对我国市场的信心。随着我国消费市场规模持续扩大、消费结构不断升级，这种市场潜力将成为吸引外资的重要因素。即便在外部环境趋紧的情况下，庞大的内需市场仍能为外资提供稳定的收益预期，有助于稳定外资流入。

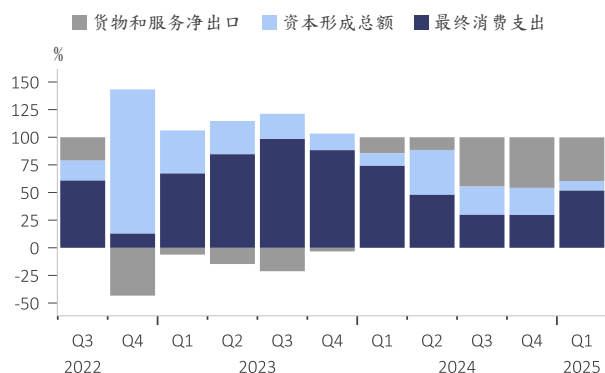
内需的稳定增长能够为汇率提供根本支撑。内需带动的经济增长能够提升人民币资产的吸引力；同时，内需主导的增长模式可以降低经济对外部冲击的敏感度，有助于维持汇率预期的稳定性。

图表 34: 中国 1Q25 GDP 同比增长 5.4%



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 35: ...净出口贡献占比近 40%



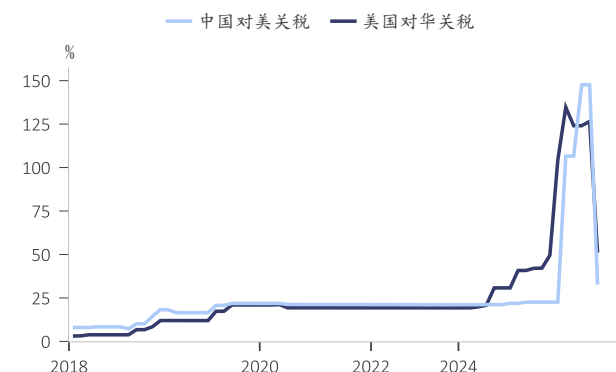
资料来源: Macrobond, 交银国际

外需放缓，但仍有韧性

相比此前 4 月“对等关税”推出后的紧张时期，当前的关税形势已有一定程度的改善，中美双方在部分领域实现了关税减免，贸易环境的不确定性有所降低。5 月 12 号，中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，美方暂停对华 24% 的“对等关税” 90 天，并取消 4 月 8 号之后实施的所有关税措施，但保留 10% 的“基准对等关税”，以及此前因“芬太尼”加征的 20% 关税。中方则取消对美对等反制后的所有关税，同样保留 10% 关税。简言之，美方对华关税水平将由此前最高的 145% 降至 30%，而中方对美关税则从 125% 降至 10%。

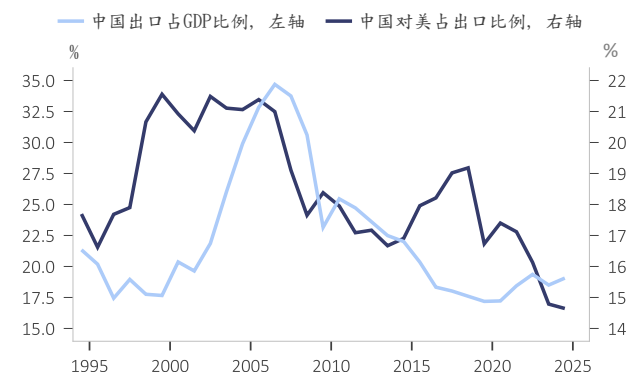
尽管关税形势出现了积极变化，但外需面临的挑战仍不容忽视。当前关税水平相较于特朗普 2.0 任期前仍然显著偏高。美国当前对中国的有效税率在 30-40% 左右，对中国出口企业的成本和竞争力构成了持续压力。同时，关税政策的复杂性和选择性也增加了企业经营的不确定性。其次，后续谈判的结果仍存在变数，特别是如本文提及的，美国贸易、财政再平衡的诉求是系统性的，是长期失衡的结果，很难轻易改变，加之谈判涉及在贸易、技术、安全等多个领域，存在政策反复的可能性，而谈判过程的复杂性意味着关税问题的最终落地仍需时间。

图表 36: 中美最新关税水平



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 37: 中国对美出口占比及出口占 GDP 比例



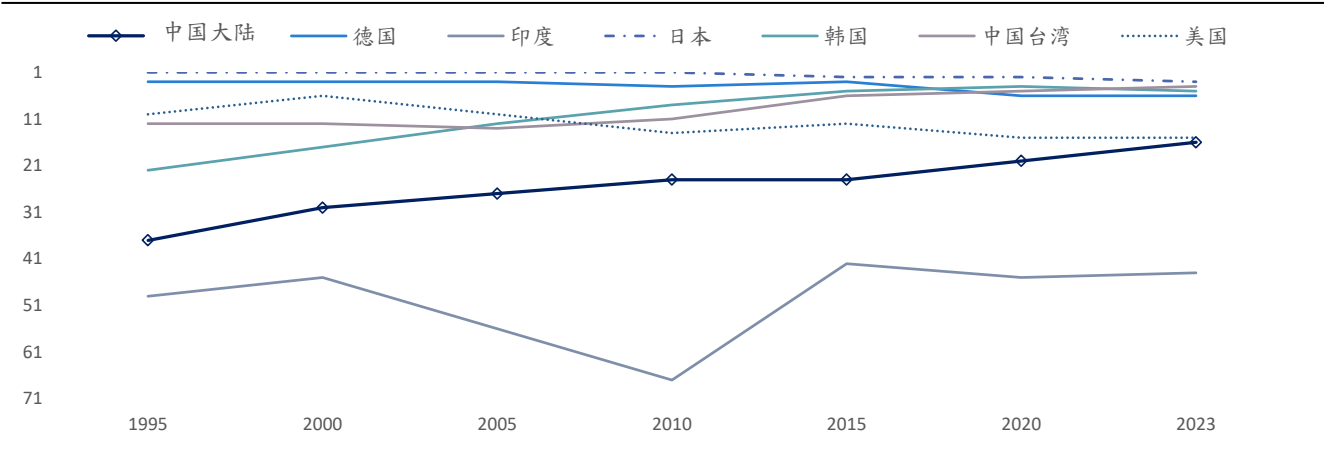
资料来源: Macrobond, 交银国际

尽管面临复杂的外部环境，中国外需展现出了超出市场预期的韧性。而这种韧性并非偶然，得益于多年来的战略布局和结构调整。2018年以来，政策层面的系统性布局为应对此次大规模的关税冲击提供了重要支撑。这种布局体现在多个维度：

④ 产业结构优化升级，出口韧性显著增强

中国制造业整体竞争力显著提升，高新技术产业在出口中的占比持续上升。根据哈佛大学 Growth Lab 的经济复杂度指数，中国出口产品的技术复杂度排名正在快速攀升，2023 年在全球所有经济体中排名第 16 位，仅次于美国的第 15 位，反映出中国出口结构正在向技术密集型转变，而产品附加值和竞争力不断增强。企业通过持续优化产品结构，从传统的代工模式向自主品牌、高附加值产品转变，提升了在全球价值链中的地位，在新能源汽车、光伏、锂电池等领域形成了明显的技术优势和成本优势，成为新的出口增长点。

图表 38: 中国大陆出口产品技术复杂度排名正在不断上升



资料来源: Growth Lab at Harvard University, 交银国际

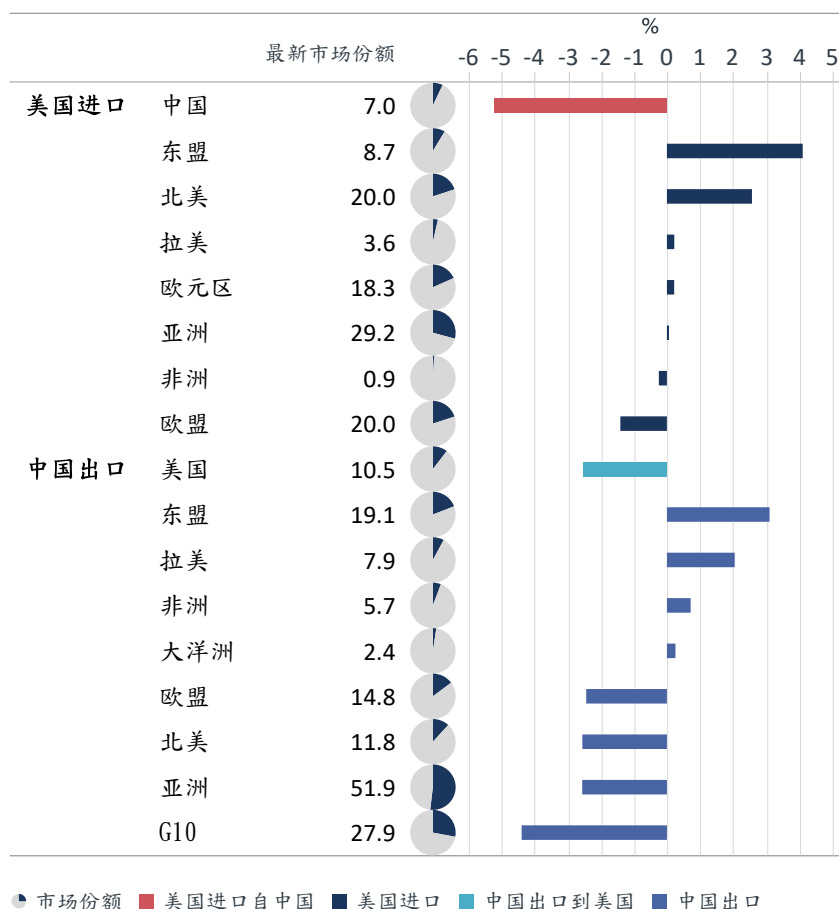
完整的产业体系，注重供应链安全建设

完整的产业链优势为应对外部不确定性提供了强有力支撑。中国注重加强供应链韧性建设，从原材料到终端产品，中国在多个关键环节都具备了自主可控的能力，这在全球供应链频繁受到冲击的背景下显得尤为重要。

⊕ 区域布局多元化

自 2018 年以来，中国对美国出口依存度已逐步降低，同时大幅提升与东盟、“一带一路”沿线国家等区域的经贸联系。东盟已连续多年成为中国第一大贸易伙伴，双边贸易额在 2024 年继续保持两位数增长。多元化布局也有效分散了单一市场风险，为外贸稳定发展提供了重要保障。

图表 39: 美国进口及中国出口:自 2018 年市场份额的变化情况

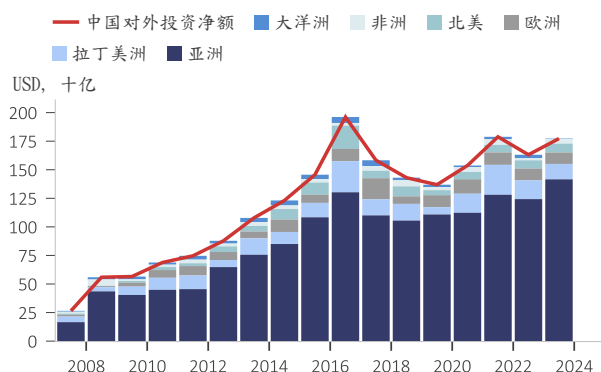


资料来源: Macrobond, 交银国际

④ 企业作为外贸的主体，通过出海、转口贸易等多种方式主动应对外部挑战，显著提升了风险应对能力。

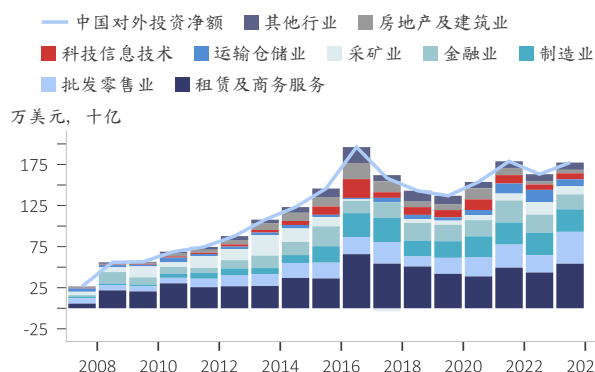
2018 年以来，许多企业通过在海外设立生产基地、研发中心等方式，实现了全球化布局的优化。同时，企业多年来的海外布局和转口贸易安排，在当前环境下展现出了重要的战略价值。通过在第三国设立生产基地或贸易中转站，不仅能够有效缓解贸易不确定性，还能更好地融入区域产业链。

图表 40: 中国对外投资净额在 2018 年后上升



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 41: 中国对外批发零售和制造业投资增加



资料来源: Macrobond, 交银国际

扩大内需，增强我国国内大循环的主体地位

近期政策层面的积极信号为内需扩张提供了有力支撑。从财政政策看，4 月中共中央政治局会议继续释放积极信号，强调“更加积极有为的财政政策”。货币政策方面，央行已全面降准降息，并创新推出多项结构性货币政策工具，为消费和投资提供流动性支持。消费政策工具箱也在不断丰富，从大规模“以旧换新”，到服务消费升级支持，多层次、全方面的消费促进政策正在形成合力。

④ 货币空间：短期宽松必要性降低，后续降息窗口将相机抉择

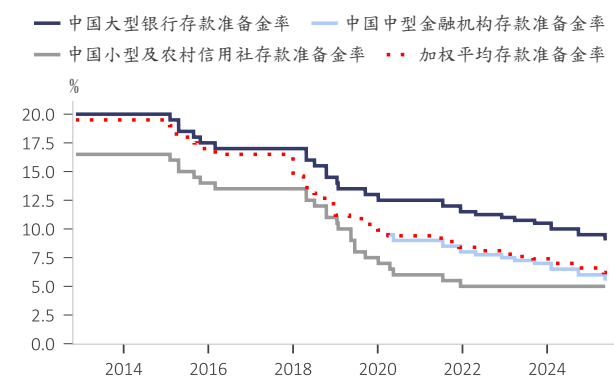
人民银行一揽子金融增量措施包括三大类合计十项措施，涵盖：1) 数量型政策，包括降准等措施，提供中长期流动性。2) 价格型政策，包括下调政策利率、结构性货币政策利率、公积金贷款利率。3) 结构型政策，完善现有结构性货币政策工具，增设新型政策工具，支持科创、服务消费、普惠金融等领域。（详见报告：《[一揽子金融政策简评：三大金融部门联手稳预期、提信心](#)》）

全面降准、降息后，短期宽松必要性降低，后续降息窗口可能要等待 3 季度末，视中美关税谈判、海外降息情况而相机抉择。降准 0.5 个百分点释放长期流动性约 1 万亿元人民币，可以帮助金融机构置换较高利率的 MLF 存量资金，从而有效降低资金成本，提升信贷投放能力。政策利率下调 0.1 个百分点至 1.4% 的幅度虽然温和，但在当前美联储降息前景不明的背景下，体现了央行平衡流动性、汇率、资本、净息差等多层面的政策考量。同时，近期美元走弱，人民

币汇率回升也为央行降息提供了政策窗口。随着中美关税不确定性的放缓，短期宽松必要性有所降低。后续降息空间可能要随着中美关税谈判进展，以及海外重启降息而再度打开，而降准时间窗口则一般视市场的资金缺口而定。

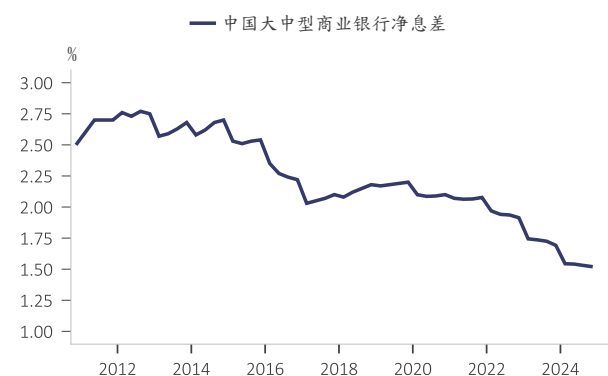
在货币传导有效性有所降低的背景下，央行后续会更加强调货币的适配性和精准性，结构性工具有望持续发力。一揽子金融增量政策中，中国央行全面下调各类专项结构性工具利率 0.25 个百分点，包括支农支小再贷款利率从 1.75% 降至 1.5%，抵押补充贷款（PSL）利率从 2.25% 降至 2%。同时下调个人住房公积金利率，5 年期以上首套房利率由 2.85% 降至 2.6%。以上措施直接降低了三农、小微企业和居民购房的融资成本，体现了政策对重点领域的精准支持。此外，创设 5000 亿元人民币“服务消费与养老再贷款”和科技创新债券风险分担工具，进一步强化了结构性政策工具对消费和科技创新的定向支持。预计政策效果还将进一步传导至实体经济，带动社会综合融资成本稳中有降。

图表 42: 中国存款准备金率走势



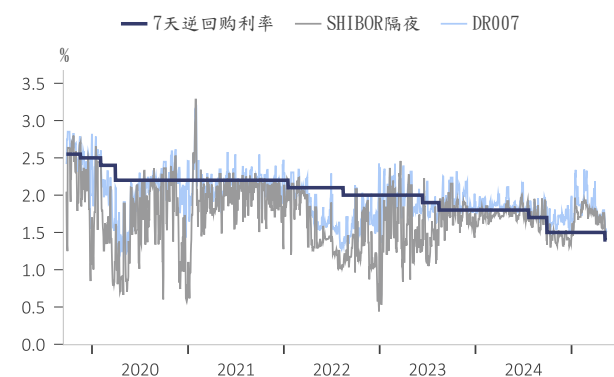
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 43: 中国大中型商业银行净息差趋稳



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 44: 政策利率下调降低融资成本



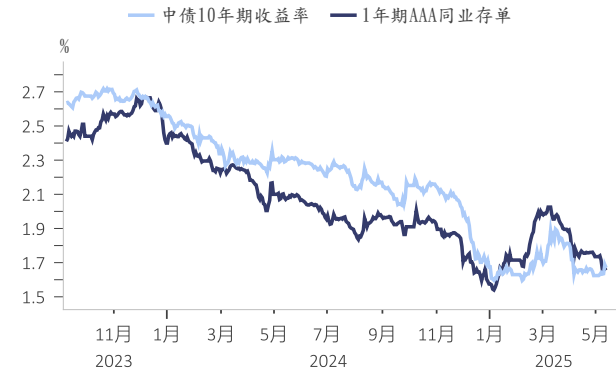
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 45: 中国实际利率平稳回落



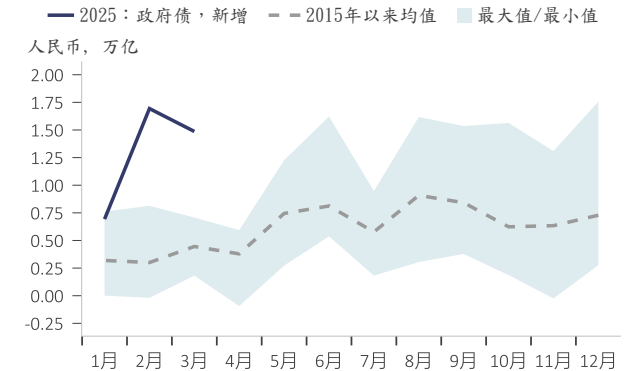
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 46: 金融同业成本有望随着降息而回落



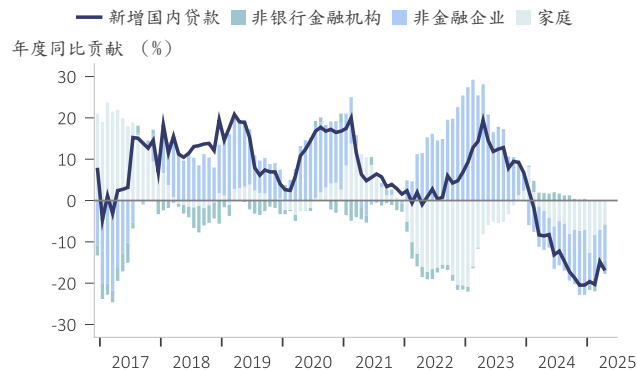
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 47: 政府债发行提速亦需要流动性支持



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 48: 新增贷款已筑底反弹



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 49: 信贷脉冲有反弹趋势



资料来源: Macrobond, 交银国际

财政空间：持续加力，空间充足支撑经济稳增长

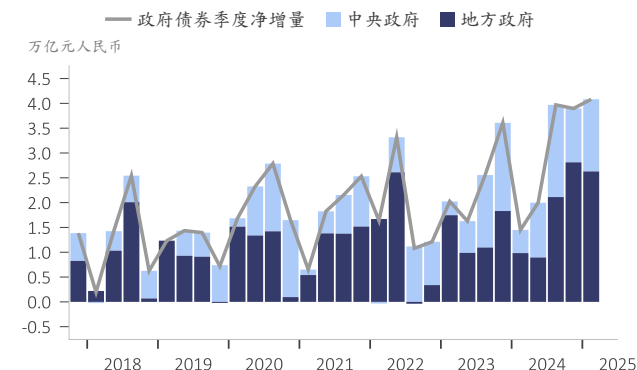
中央释放出财政政策将更加积极有为的明确信号，凸显了财政政策前置发力的紧迫性和必要性。2025 年以来，政府债券发行节奏已显著提速，1 季度地方政府专项债发行规模创下新高，达 2.4 万亿元人民币（包括化债资金的 1.4 万亿元人民币），同比增长超 80%，充分体现了“早发行、早使用”的政策导向。

从全年两会制定的增量财政政策来看（详见此前报告《[财政加力、科技引领—2025 年政府工作报告解读](#)》），2025 年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元，较上年增加 2.9 万亿元，显示出财政政策扩张力度的显著增强。2025 年中国财政空间明显扩大，财政赤字率提升至约 4%，政府债务发行规模创历史新高，财政支出力度加大，重点支持经济稳定增长和结构调整。后续财政部门专项债发行节奏有望进一步加快，并尽快落实超长期特别国债的发行计划，确保资金迅速转化为实物工作量，形成有效投资拉动，对冲外部不确定性。



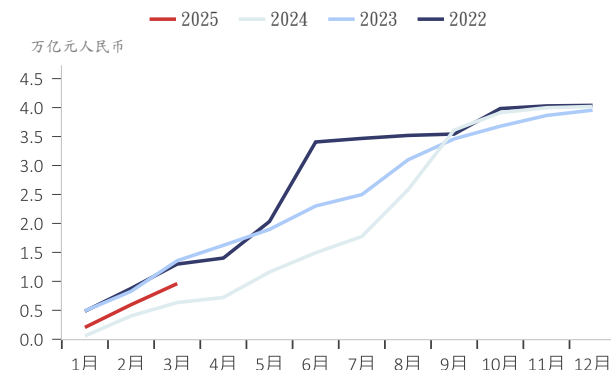
[财政加力、科技引领—
2025 年政府工作报告解读](#)

图表 50: 1 季度政府债发行提速



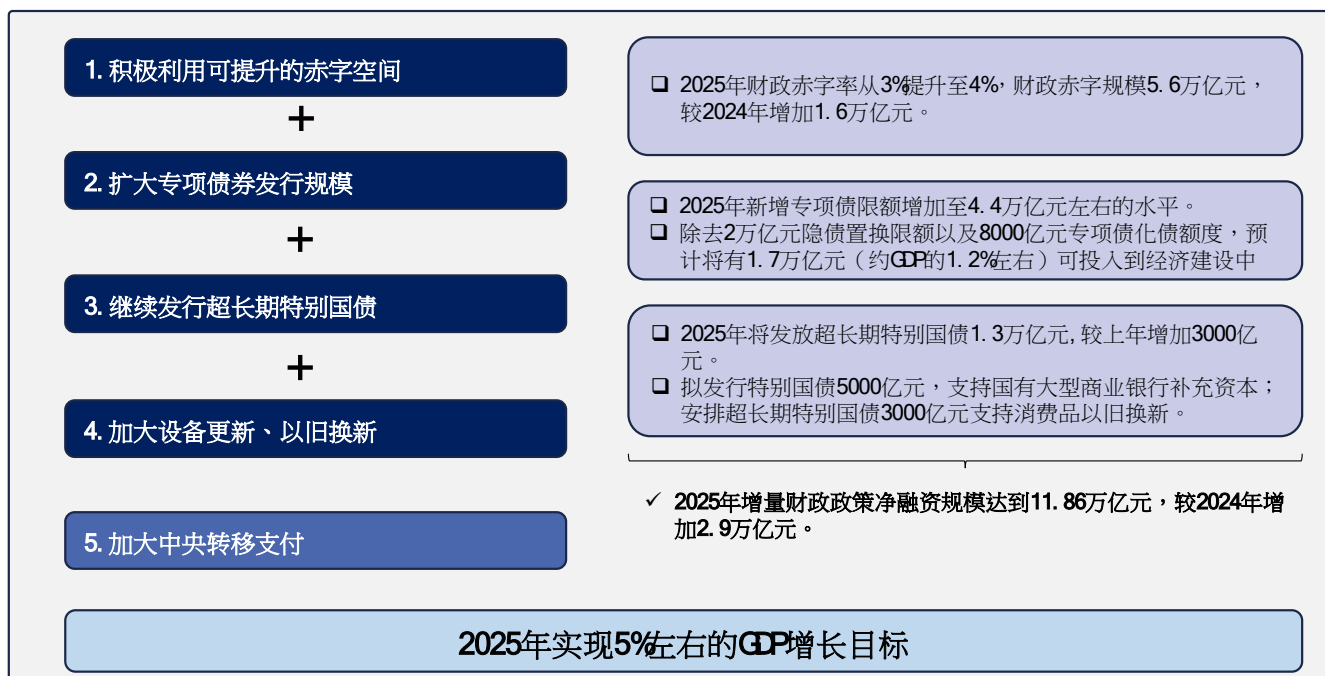
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 51: 2025 年政府专项债发行节奏



资料来源: Macrobond, 交银国际

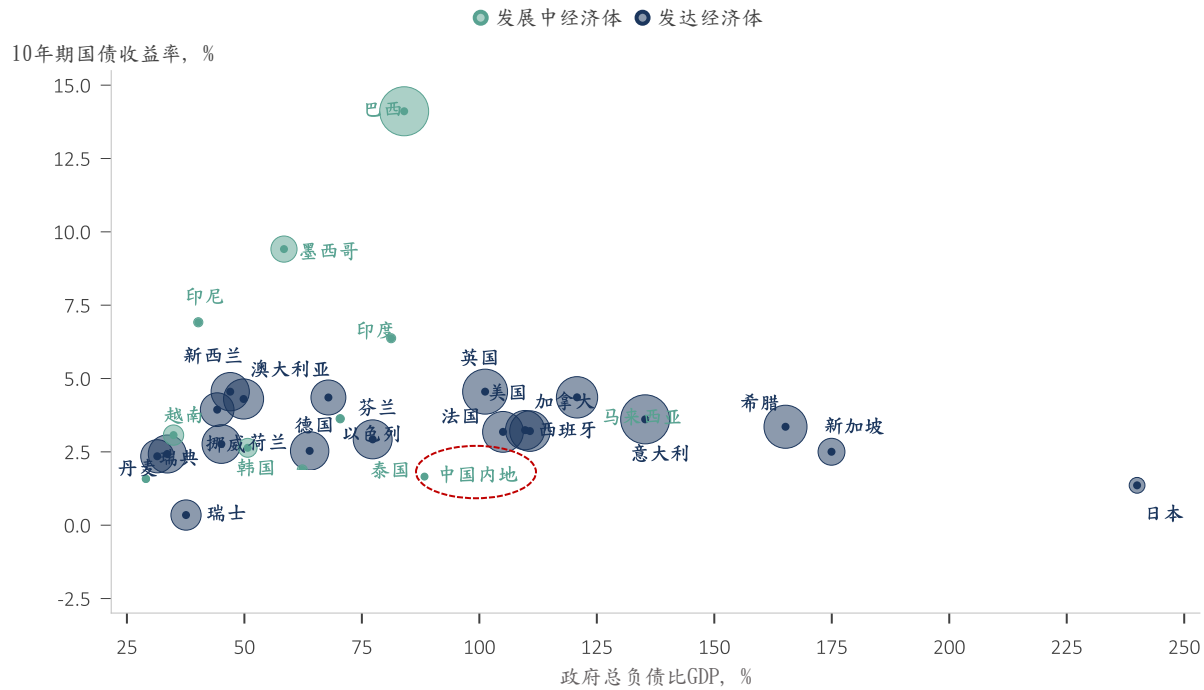
图表 52: 2025 年“两会”增量财政政策



资料来源: 全国两会, 交银国际

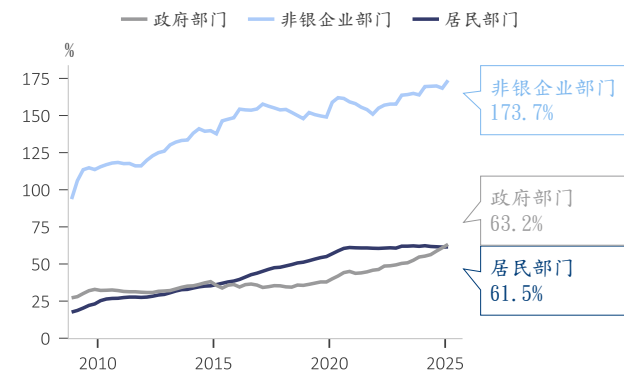
如有必要，下半年仍具备进一步增发特别国债空间，对冲外部不确定性。我国具备较大举债空间和赤字提升空间，为进一步扩大财政政策提供了坚实基础。从国际比较来看，中国政府负债率显著低于主要发达经济体和新兴市场经济体，财政总体保持健康和可持续状态。同时，中国 10 年期国债目前的实际利率水平明显低于中国经济的实际 GDP 增长率，意味着政府举债具有良好的可持续性。在这种有利条件下，如有必要，4 季度仍有空间进一步提升赤字率和增加超长期特别国债的发行等方式，为经济稳定增长提供更强有力的财政支撑。

图表 53: 中国政府负债率低于主要经济体，且国债收益率处于较低水平



资料来源: Macrobond, 交银国际。注: 气泡大小表示国债收益率波动率

图表 54: 政府部门仍有加杠杆空间



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 55: 中国国债收益率低于实际 GDP 增速



资料来源: Macrobond, 交银国际

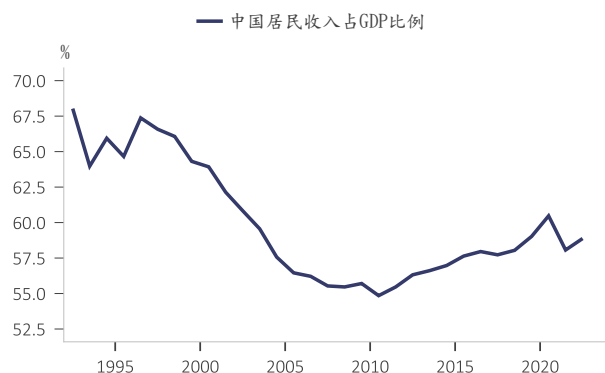
扩大内需战略深入推进，消费潜力多维度释放

扩大国内需求的关键在于提升居民消费能力，而收入分配的优化调整将成为重要抓手。预计未来扩内需政策将更加注重提高中低收入群体收入水平，通过提高最低工资标准、扩大社保覆盖面、增加转移支付等多种方式，切实增强这一群体的消费能力。由于中低收入群体边际消费倾向较高，其收入的增加将对整体消费产生显著的乘数效应，为消费增长提供更加坚实的基础支撑。

“以旧换新”政策有望持续发力显效。在“以旧换新”补贴政策取得显著效果的基础上，未来这一政策工具将进一步提质扩面，补贴范围有望从目前的家电、汽车等传统耐用消费品逐步扩展至教育、医疗、文化等服务消费领域，形成更加全面的消费促进政策体系。

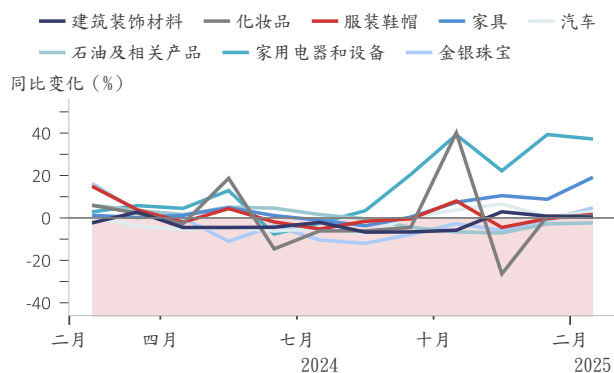
服务消费成为新的增长引擎。随着居民消费结构的持续升级，服务消费正成为拉动内需的重要新动能。政策层面有望加快清理消费领域的限制性措施，为民间资本进入服务消费领域创造更加宽松的环境。同时，通过设立“服务消费与养老再贷款”等定向金融支持工具，将进一步释放医疗健康、文旅、养老等领域的消费潜力，还将带动相关行业的就业增长，形成消费与就业的良性循环。

图表 56: 居民收入占 GDP 比例仍有提高空间



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 57: “以旧换新”延续发力显效



资料来源: Macrobond, 交银国际

④ “投资于人”战略深化

面对复杂多变的外部环境，就业稳定成为民生保障的重中之重。政策将更加注重精准施策，特别是针对受外部冲击较大的外向型企业和出口导向型制造业，通过提高失业保险基金稳岗返还比例、加大稳岗补贴力度等方式，有效减轻企业负担，稳定就业岗位。同时，将进一步优化就业服务体系，加强对劳动密集型产业等重点领域的支持，确保就业大局保持稳定，为经济社会发展提供坚实的就业基础。

构建更加完善的社会保障体系是实现长期民生保障的关键所在。未来将着力健全分层分类的社会救助体系，建立多层次、全覆盖的社会保障网络。不仅能够有效兜牢民生底线，更重要的是能够增强居民消费信心，释放更大的消费潜

力。随着人口老龄化进程加速和经济结构调整的深入推进，社会保障制度建设将更加注重统筹城乡发展，缩小群体间保障差异，特别是加强对低收入群体、灵活就业人员、农民等重点人群的精准保障。

民生保障的根本目标是实现“投资于人”的发展理念。通过加快推进养老、医疗、教育等民生领域的制度建设，不断提升人力资本质量。2025 年政府工作报告提出“投资于人”，不仅体现在当前的民生改善上，更着眼于长远的经济社会发展潜力释放。通过完善的社会保障体系，能够有效降低居民的预防性储蓄动机，提升消费倾向，形成民生改善与经济增长的良性互动。同时，高质量的民生保障还能够为劳动力流动、创新创业提供更好的制度环境，为经济高质量发展注入持续动力。

④ 房地产市场稳定态势持续巩固

房地产市场的稳定发展对于促进消费信心恢复具有关键作用。通过持续巩固房地产市场稳定态势，不仅能够稳定居民对未来房价走势的预期，还能够减少居民因房价波动而产生的财富效应冲击，从而释放更多资金用于其他消费领域。而稳定的房地产市场环境将为扩大内需战略的深入实施创造更加有利的条件，推动消费结构升级和消费潜力的持续释放。

供需两端协同发力的策略有望持续。1) 在需求端通过因城施策的方式，有序调减限购、限贷等限制性措施，精准释放被抑制的刚性和改善性住房需求。同时，将加力推进城中村改造工程，不仅能够改善居民居住条件，还将有效激活存量住房市场，为房地产市场注入新的活力。2) 在供给端，将更加注重合理控制新增供应规模，通过科学调节土地供应节奏，避免市场出现供应过剩的风险，确保房地产市场供需关系保持在合理区间。

存量房产盘活机制不断完善。针对部分地区存量商品房现状，政策将加大对地方政府收储存量商品房的支持力度，通过专项债券等资金渠道为此类项目提供更充足的资金保障。此举不仅能够有效化解房地产市场的库存压力，还能够为保障性住房建设提供更多房源，实现存量资产的有效利用。同时，通过政府收储机制的完善，将进一步稳定市场预期，为整体经济稳定发展提供有力支撑。

图表 58: 全国商品房待售面积



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 59: 房地产去化周期



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 60: 70 城一手房环比转正城市数量占比



资料来源: 国家统计局, 交银国际

图表 61: 70 城二手房环比转正城市数量占比



资料来源: 国家统计局, 交银国际

科技创新驱动经济增长，构建应对外部环境新优势

面对复杂多变的外部环境和潜在的贸易不确定性，科技创新已成为推动经济高质量发展**和增强经济韧性的关键力量**。传统的要素驱动和投资驱动模式在外部冲击面前显得相对脆弱，而科技创新能够从根本上提升产业竞争力和附加值水平。高技术、高附加值产业凭借其技术壁垒和独特的市场竞争优势，能够有效降低对外部市场的依赖度，减少关税等贸易保护主义措施的冲击。同时，科技创新还能够通过提升全要素生产率、优化资源配置、创造新的增长点，为经济发展注入新的动能，实现从数量增长向质量提升的根本性转变。

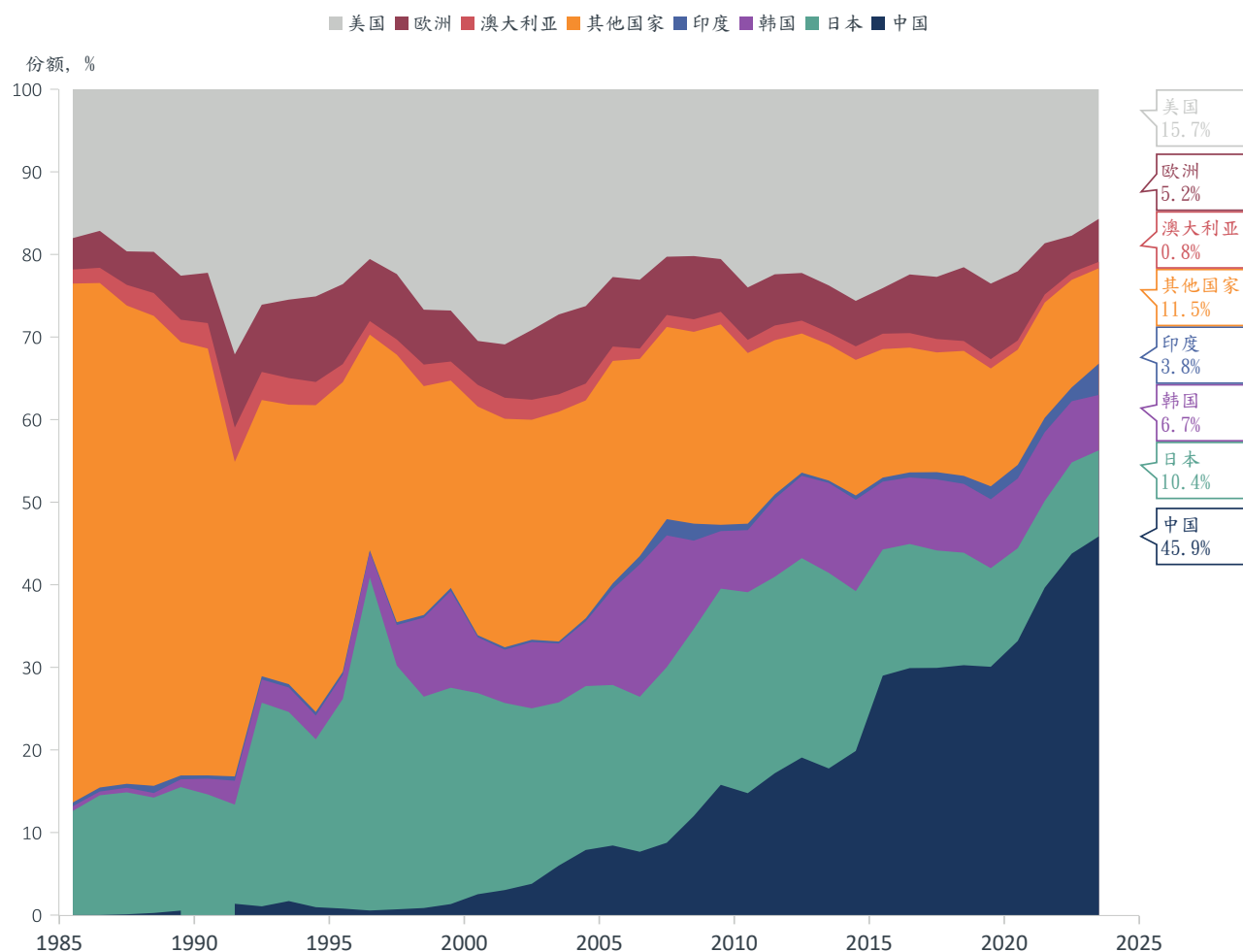
④ 为充分发挥科技创新的引领作用，政策层面正在构建产业政策与金融支持相互配合的协同机制

在产业政策方面：我国政府明确提出“推进关键技术攻关”，通过重点突破“卡脖子”技术难题，提升产业链供应链自主可控水平。同时，继续深化“人工智能+”行动，推动人工智能技术在制造业、服务业等传统领域的深度融合，形成新的产业增长点。

在金融支持方面：人民银行创设“科技创新债券风险分担工具”，通过共同担保等增信措施为科技企业提供低成本、长期限融资支持；国家金融监督管理总局推出多项试点措施，包括修订并购贷款管理办法、扩展金融资产投资公司设立主体、发展科技保险等，全面提升银行保险机构对科技创新的支持力度；证监会则通过深化科创板、创业板改革，大力发展科技创新债券和权益基金，为科技企业提供更加便利的直接融资渠道。

通过科技创新驱动和全方位金融支持的有机结合，将有效构建起应对外部冲击的经济发展新格局。科技创新将显著提升我国产业在全球价值链中的地位，通过掌握核心技术和关键环节，增强产业的自主性和控制力，减少对外部技术和市场的依赖。同时，人工智能等新兴技术的广泛应用将大幅提升生产效率，降低生产成本，增强企业的市场竞争力和盈利能力。多层次金融支持体系的建立将有效解决科技企业融资难、融资贵问题，为科技创新提供充足的资金保障。一系列举措将推动经济实现更高质量、更有效率、更可持续的发展，形成以科技创新为核心驱动力的现代化经济体系，在复杂多变的国际环境中保持战略定力和发展韧性。

图表 62: 全球各地区专利授权情况：近年来中国专利授权占比显著提升



资料来源: Macrobond, 交银国际。

大类资产：美元和非美的再平衡

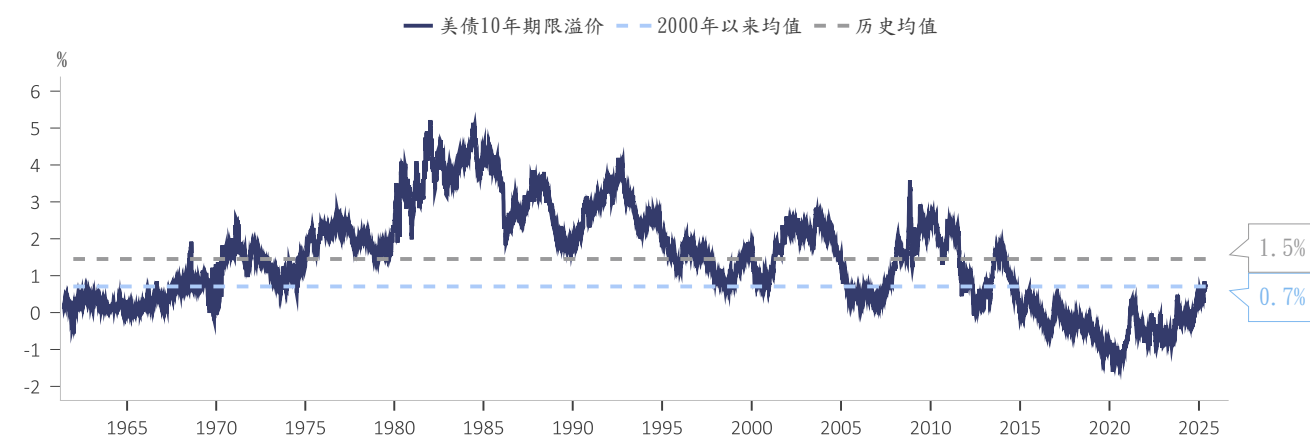
全球经济和金融周期的异步性正在加剧市场波动，导致市场必须重新审视过去被视为相对稳健的交易策略。日元套息交易的多次反转，以及全球多地区“本币负债、美元资产”配置模式的风险暴露，不仅是技术层面的调整，也深层次地反映了全球金融体系底层逻辑的重要变化。

2025 年上半年，美国资产市场经历了多次宽幅波动，反映了美国当前政策不确定性和美国经济财政长期结构性失衡共同作用下的市场反应。因此，美元信用受损不必然是短期政策波动的结果，也可能是长期积累的结构性问题在当前政策环境下的集中体现。美国财政赤字的持续扩大、债务负担的不断加重以及政策连续性的缺失，都在系统性地冲击着美元作为全球储备货币的根基。

作为全球大类资产定价之锚的美债 10 年期收益率，其期限溢价自 2020 年以来呈现明显的趋势性上升态势。期限溢价本质上反映的是市场对未来确定性的评估，而自 1980 年以来期限溢价的持续下降趋势，正是全球化进程和美元资产确定性不断增强的直观体现。如今期限溢价重回上行轨道，标志着过去四十年趋势或出现重要逆转迹象。

而美元信用受损最直观的表现，就是美债利率中枢的系统性上移，背后反映了市场要求更高风险溢价的合理诉求。新的定价逻辑下，美股、美债等长期处于全球投资组合超配状态的资产可能面临显著的资金分流压力。而欧股、日股等发达股市，以及中国等新兴市场股市都有望在这轮全球资产再平衡中获得更多资金青睐。

图表 63: 美国期限溢价上行趋势可能才刚刚开始



资料来源: Macrobond, 交银国际

港股：追求不确定性环境下的确定性，“低波+科技”配置价值凸显

④ 两大确定性：低波动+科技主题

全球波动性系统性抬升的形势下，中国权益资产有望保持较低的波动。在全球资本重新配置美元资产与非美元资产的大背景下，中国政策预期的相对稳定性显得尤为珍贵。我国宏观政策的连续性和可预期性为市场提供了重要的信心锚定，政策托底效应对股市的支撑作用日益显著。相较于其他新兴市场 and 发达市场的高波动性，港股有望成为全球股市中为数不多的低波动市场，在充满不确定性的国际环境中显得弥足珍贵。对于风险偏好相对保守的投资者而言，港股无疑是确定性环境下相对确定性的选择，既能够享受中国经济增长红利，又能够有效避免过度的市场波动风险。

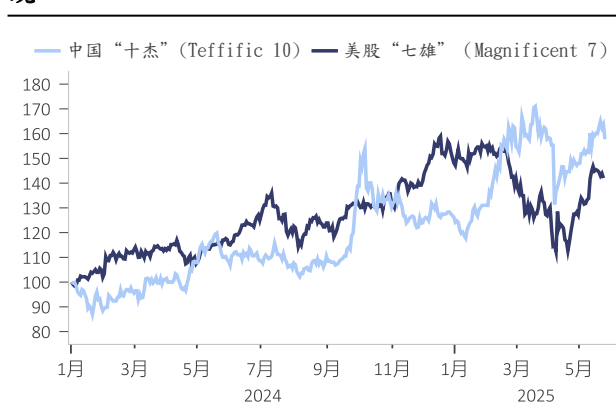
结构上来看，港股周期属性渐弱，科技属性渐浓。作为美股之外科技含量最高的权益市场，港股科技股在当前美股科技板块出现较大波动的背景下，展现出独特的配置价值。随着市场结构的持续优化，港股已涌现出一批以 AI、硬科技为代表的高质量科技企业，这些标的不仅相对于我国 A 股市场具有一定的稀缺性，在全球范围内也展现出独特的投资价值。结构性改善将显著提升港股对国际资本的吸引力，特别是对于寻求科技主题投资机会的全球投资者而言，港股提供了难得的优质选择。随着中国内地资金南下配置需求增强和海外资金对中国科技股认知深化，港股有望迎来内外资金的共同青睐，形成资金流入的良性循环。

图表 64: 美股与港股走势



资料来源: FactSet, 交银国际

图表 65: 港股美股龙头股自 2024 年初以来累计表现



资料来源: FactSet, 交银国际; 2024 年 1 月=100

图表 66: 中美龙头科技股对比

China's Terrific 10	代码	所属行业	P/E NTM	P/E LTM	P/S NTM	2025EPS增速	2026EPS增速	PEG NTM	过去12个季度平均ROE	过去12个季度平均净利润率
腾讯控股	700-HK	信息科技	17.0X	18.9X	5.7X	11.1%	12.0%	1.8	22%	27.1%
阿里巴巴	9988-HK	可选消费	12.2X	13.1X	1.9X	6.3%	12.7%	3.4	8%	8.4%
小米集团	1810-HK	信息科技	29.7X	42.3X	2.3X	53.7%	31.6%	1.3	8%	4.5%
比亚迪	1211-HK	可选消费	19.4X	25.1X	1.1X	36.0%	22.1%	1.9	19%	4.6%
美团	3690-HK	可选消费	13.7X	16.0X	1.7X	13.6%	25.1%	0.8	5%	4.6%
网易	9999-HK	信息科技	14.2X	15.9X	4.8X	18.0%	4.6%	2.4	23%	26.5%
京东	9618-HK	可选消费	7.4X	7.8X	0.3X	0.3%	11.3%	1.7	9%	2.4%
百度	9888-HK	可选消费	8.5X	8.3X	1.5X	-10.0%	10.8%	2.9	5%	13.5%
吉利	175-HK	可选消费	10.8X	11.0X	0.5X	-12.1%	25.7%	0.7	24%	7.2%
中芯国际	981-HK	信息科技	49.4X	72.0X	5.6X	63.2%	29.5%	1.5	6%	13.6%
Avg.			18.2X	23.0X	2.5X	18.0%	18.5%	1.8	13%	11.2%

US Magnificent 7	代码	所属行业	P/E NTM	P/E LTM	P/S NTM	2025 EPS增速	2026 EPS增速	PEG NTM	过去12个季度平均ROE	过去12个季度平均净利润率
苹果	AAPL-US	信息科技	25.7X	27.8X	6.9X	6.4%	8.7%	3.2	154%	24.9%
微软	MSFT-US	信息科技	30.1X	34.1X	10.7X	13.4%	13.1%	4.0	39%	35.1%
英伟达	NVDA-US	信息科技	27.5X	38.4X	14.9X	46.3%	28.3%	2.0	67%	39.1%
谷歌	GOOGL-US	通讯服务	17.2X	19.5X	5.1X	19.0%	6.2%	1.9	28%	25.7%
亚马逊	AMZN-US	可选消费	30.4X	34.7X	3.0X	11.9%	17.2%	3.2	15%	5.1%
Meta	META-US	通讯服务	23.5X	25.6X	8.0X	7.1%	10.7%	2.1	28%	29.5%
特斯拉	TSLA-US	可选消费	143.2X	150.0X	10.2X	-18.7%	50.9%	13.9	25%	11.9%
Avg.			42.5X	47.2X	4.3X	12.2%	19.3%	4.3	40%	24.5%

资料来源: FactSet, 交银国际

④ 风险溢价有望继续下行为港股市场带来正面催化

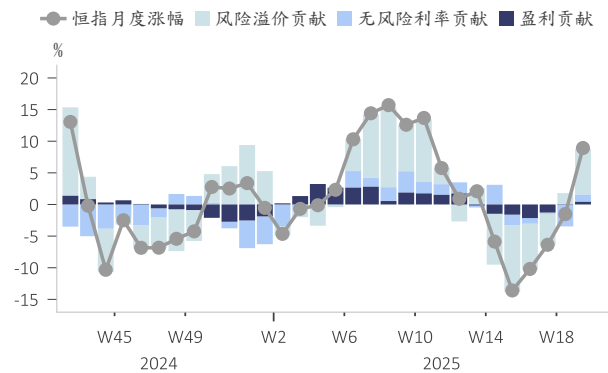
尽管美国对华 30%的关税水平仍然较高，特别是本轮关税加征前，美国对华平均有效税率已达 12%左右，以及还有 24%悬而未决的暂停 90 天的关税部分，但考虑到本次联合声明为中美双方本年度的首次谈判，所取得的成效仍然超出预期，仍可以期待后续中美双方关税谈判朝着建设性方向进展。短期来看，中美经贸高层会谈取得实质性进展显著降低全球范围内的贸易和衰退风险，全球风险情绪有望短期内维持平稳，从而为港股市场带来正面催化。

图表 67: 恒指风险溢价近期已明显回落



资料来源: FactSet, 交银国际

图表 68: ...近期上涨主要来自于风险溢价贡献



资料来源: FactSet, 交银国际

基本面预期回归中性偏积极

中国出口展现的韧性，以及中美 5 月经贸会谈所取得的成果也有助于降低外需的不确定性，利好基本面的修复和巩固。而内需层面，近期政策信号积极。四月政治局会议释放积极信号，随后金融监管部门迅速落地一系列支持政策，包括央行全面降准降息的组合拳，释放了明确的流动性宽松信号。叠加短期仍有汇金版“平准基金”托底支持，将显著提振市场信心。

内需政策对冲，后续政策效应有望不断释放。面对外部环境的不确定性，我国政府正积极推进内需对冲政策组合，形成多层次、全方位的政策体系。消费端，“以旧换新”持续推进；投资端，政府债发行提速，有望尽快形成实物工作量。内外形势的积极变化，也有望改善此前市场对关税影响的预期，基本面预期回归中性偏积极。2 季度经济有望稳中有进，利好企业盈利预期的持续改善。

图表 69: 港股盈利上调宽度（盈利上调减去下调占总股数的比例）

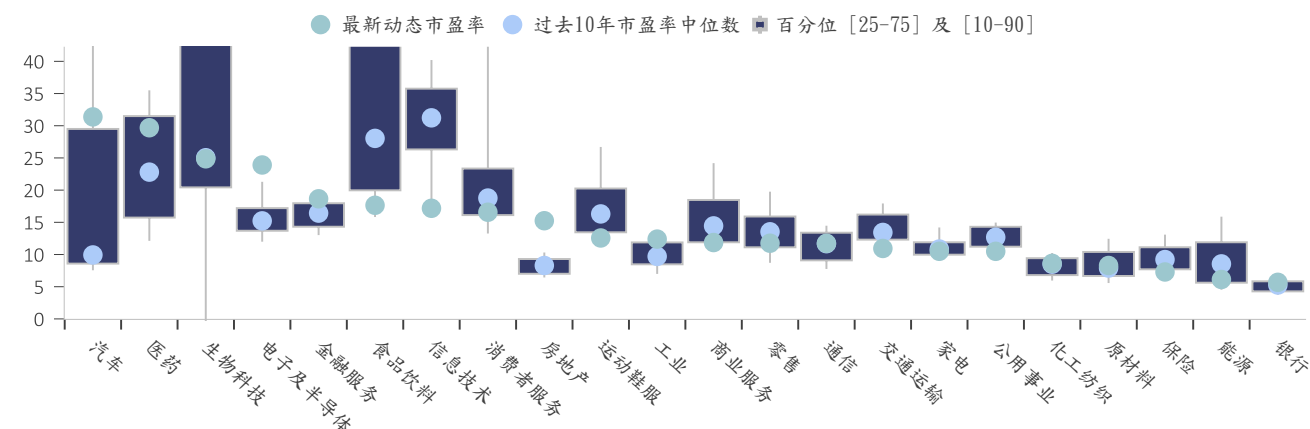


资料来源: FactSet, 交银国际

行业推荐上，建议仍聚焦三条主线

- * **继续看好科技创新主线**，包括科技硬件（半导体、新能源汽车产业链等）、互联网科技（人工智能、云计算等领域），有望受益于政策支持 and 需求增长双重驱动。
- * **高股息主线**。在外部不确定性仍相对较高，以及流动性宽松和低利率环境下，高股息资产吸引力将继续提升，关注银行、公用事业和电信运营商板块。
- * **政策红利主线**。降准、降息环境下，券商、保险等金融服务机构将直接受益于市场活跃度提升和风险偏好回升，以及有望受益于消费支持政策持续落地的港股优质消费龙头。

图表 70: 港股二级行业最新估值情况



资料来源: FactSet, 交银国际。数据截至至 2025 年 5 月 28 日

美股：波动中寻求平衡，估值回调压力犹存

从“例外论”到“卖出美国”的市场转向。2025 年初至今，美股经历了从“美国例外论”向“卖出美国”的叙事转变，并伴随着显著的市场波动和明显的行业轮动。市场叙事的两极化反转，也反映了全球投资者对美国政策环境、经济前景以及全球竞争力的重估。在经历了前期的大幅调整后，美股正处于重新寻找均衡点的关键阶段。

政策不确定性仍将主导美股短期走势。展望 2025 年下半年，美股可能继续维持高波动的运行格局，主要受制于两大不确定性因素：1) 宏观经济能见度偏低，关税政策对实体经济的具体影响仍需通过后续经济数据来验证，数据的滞后性也使得市场难以形成明确的方向性预期；2) 政策层面的高度不确定性，“对等关税”政策暂停 90 天后的最终走向仍待观察，市场对贸易政策的最终形态尚未明晰。

然而，积极因素也在逐步显现。关税形势显现阶段性缓和迹象，特朗普政策重心可能实现“由外向内”的战略切换。政策焦点的转移也有望为美股提供新的支撑因素。减税等偏财政支持的政策导向可能带来新的增长叙事。

估值回调压力仍需消化。过去两年美股估值的持续走高与美国国内低信用利差环境高度一致，而这种估值扩张在很大程度上依赖于宽松的金融条件。当前政策不确定性仍处高位，预示着信用利差和美国市场波动率可能继续上升，从而对估值形成直接压制。

同时，市场对关税政策可能引发的滞胀担忧正在加深。通胀压力与经济增长放缓的同时出现，将对企业盈利能力和估值水平构成双重挑战。在滞胀预期的作用下，美股估值仍有进一步回落的空间。

高波动的市场环境中，建议配置风格仍偏向防守和稳健，大市值、权重价值股抗波动能力突出，仍是高波动环境下的稀缺标的。行业层面，医疗保健、公用事业、能源及必需消费品等防御板块有望在波动市场中表现相对出色，且通常

具有稳定的现金流、较低的周期性和强大的定价能力，能够在滞胀环境中提供更好的下行保护。

图表 71: 美国个人投资者对美股的情绪仍处在相对较低的位置



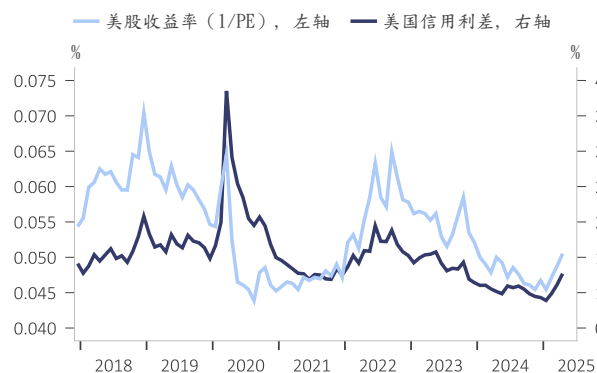
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 73: 美国经济政策不确定指数将会推高波动率...



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 72: 美股高估值对应不断下降和走低的信用利差水平



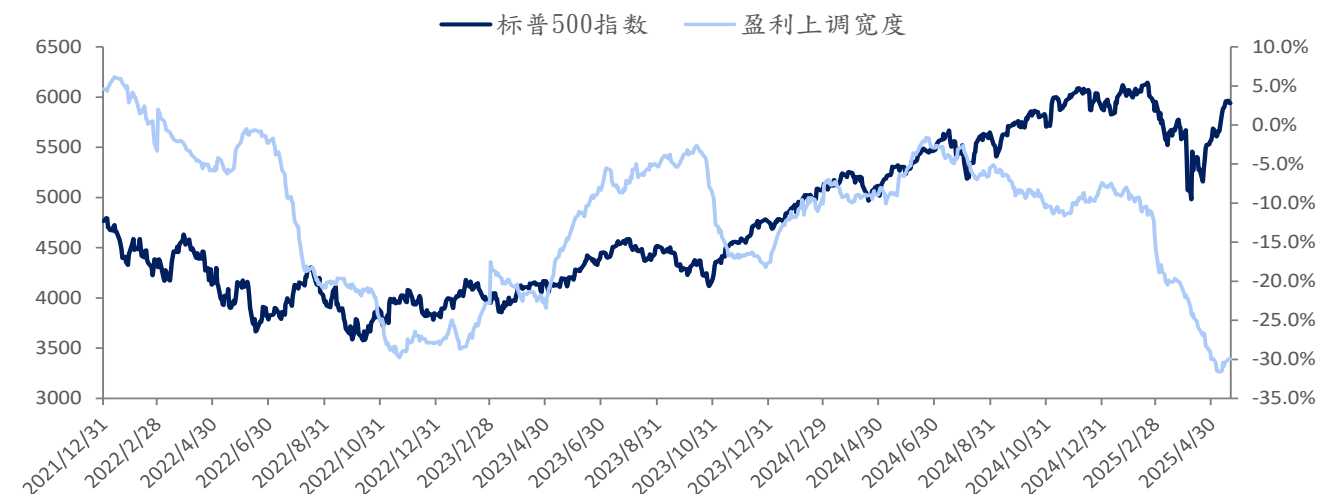
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 74: ...以及信用利差水平



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 75: 美股盈利上调宽度似有触底迹象



资料来源: FactSet, 交银国际

美债利率：年底前 4.0-5.0% 宽幅震荡，中枢易升难降

美债 10 年期收益率短期仍有继续上探前高的风险，主要来自供给端的结构性压力。预计 3 季度新的 40 万亿美元债务上限达成后，美国财政部为补充国库一般账户（TGA）余额，将造成一定的集中发债的供给冲击。同时，特朗普减税增支法案的政策预期正在发酵，市场对中长期财政可持续性的担忧可能引发情绪波动，并推动期限溢价显著上行。政策不确定性与供给压力的叠加效应可能成为短期美债收益率上行的重要推力。

同时，从需求层面来看，美元信用受损的情况下，美债需求可能会面临较大不确定性，加之关税政策仍不明朗，海外抛售美元资产的压力仍不可忽视。一方面，美国贸易逆差短期难以通过关税等形式收窄，为此财政仍需发债融资，而供需失衡格局可能迫使投资者要求更高的风险溢价，从而推升利率中枢；与此同时，美国失去最高信用评级可能触发部分国家养老金和主权基金削减美债配置，在极端情形下甚至可能需要美联储重启扩表操作来应对流动性风险。

但由于近期利率已升至 4.5% 的关口，高利率对经济的抑制作用也会逐渐体现。在 4.5% 以上区间，美债配置的风险收益比将明显改善，吸引更多资金流入，从而对利率进一步上行形成有效制约。

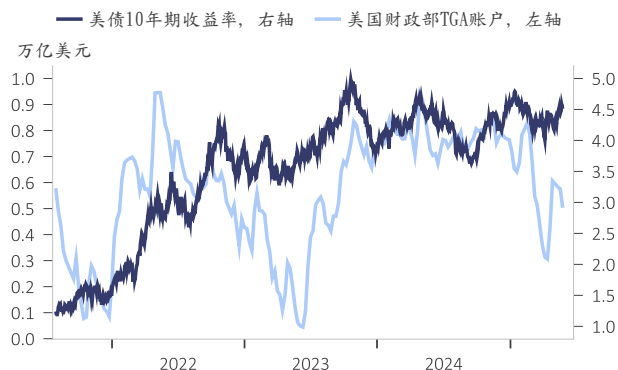
中期视角下，特朗普政府减税增支法案可能进一步冲击财政状况，在供需持续失衡的格局下，利率中枢呈现易升难降的特征。而特朗普 2.0 版本的减税法案的具体落地情况将成为影响利率走势的关键变量。综合考虑供给压力、需求不确定性以及高利率的自我约束效应，预计美债 10 年期利率在 2025 年底前将维持在 4.0-5.0% 的宽幅震荡区间，中枢水平较当前有进一步上移的可能。

图表 76: 美国债务上限预计将提高至 40 万亿美元



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 77: 财政部补充 TGA 账户带来供给压力



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 78: 美债 10 年期利率与降息预期变动



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 79: 美债波动率指数



资料来源: Macrobond, 交银国际

外汇：美元向下，非美向上

“卖出美国”叙事持续发酵，美元信用面临挑战。在特朗普政策不确定性下，市场对美国政策连续性和可预测性的担忧愈发明显。在美元信用受损状态背景下，美元较难摆脱当前的疲弱勢头，市场情绪的转变正在重塑全球资本对美元资产的风险认知。

政策不确定性与滞胀担忧对美元构成双重下行压力。短期内，政策不确定性和滞胀担忧将继续对美元表现形成显著压制。特别是当美国经济的“硬数据”指标开始持续显示增长放缓迹象时，美元下行压力将进一步放大。同时，全球资金再平衡趋势下，部分资金开始有序流出美国市场，寻求更具确定性和稳定性的投资目的地。

对冲需求推动汇率重新定价。传统的“本币负债、美元资产”配置模式正面临美元信用受损冲击，出于风险对冲的需求，越来越多的机构和投资者可能采取

远期购入本币、卖出美元的对冲操作，将进一步推动美元走弱，同时为非美货币提供上行动力。

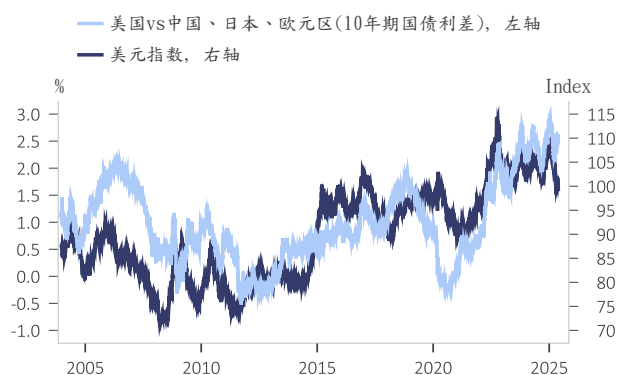
尽管面临诸多挑战，美国经济基本面仍展现出一定韧性，短期内出现意外大幅放缓的可能性相对较低。美国相对有利的利率环境在一定程度上为美元提供了支撑，从而预计将限制美元的过度下跌。然而，在政策不确定性和信用担忧的主导下，以上支撑作用可能相对有限，难以完全抵消市场情绪和资金流向变化带来的负面影响。因此，美元在短期内仍将面临持续的下行压力，而非美货币则有望在这一轮全球资金重新配置中获得更多青睐。

图表 80: 美元指数 2025 年初以来走势，以及受其他货币走势的推动



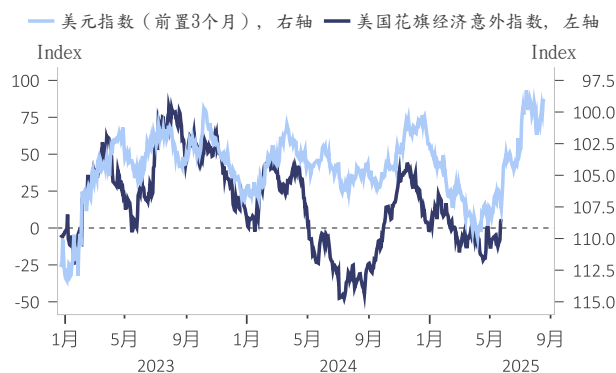
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 81: 美元指数与美国和中、日、欧平均 10 年期国债利差走势



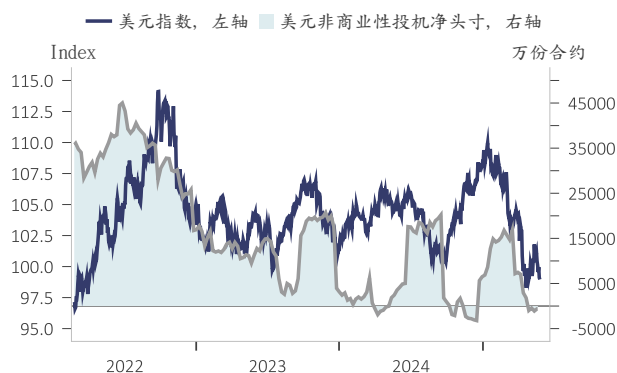
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 82: 美元指数与美国经济意外指数



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 83: 美元指数与 CFTC 非商业性净头寸



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited及山东快驴科技发展有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。