



月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退

特朗普政策更新——“对等关税”政策引发全球剧震。短期来看，我们预计在 90 天暂缓期结束后，其他国家的个性化“对等关税”可能会被再次暂缓，但是我们也不能完全排除特朗普对未达成贸易协定国家实施个性化“对等关税”的可能性。对于已经爆发关税战的中美两大经济体而言，中美双方将在 5 月上中旬开始接触，但要达成贸易协议还有很长的路要走。然而，当前关税税率确实太高，或可在协商过程中就开始降关税。中期来看，在特朗普迫使制造业回流美国的最终目的下，关税或有反复的可能。

“对等关税”对美国本身有何影响？在“对等关税”长期维持的情况下，高关税不仅会造成美国再通胀，也会导致经济衰退。我们估算美国现有加征关税政策或将拉高每年美国通胀率 1.1-2.2 个百分点，并拉低今年 GDP 增速 1 个百分点左右。若 90 天暂缓期结束后“对等关税”全面实施，关税对通胀率的影响或将进一步扩大至 1.4 至 2.9 个百分点。

美国 3 月经济数据回顾——通胀继续回落，前置的经济活动保证了经济韧性。3 月核心通胀率再次超预期下降，5 月初出炉的 4 月非农就业数据依然稳健，两者均尚未体现关税影响。我们相信由于关税担忧而前置的消费、生产和投资等经济活动帮助今年一季度 GDP 中的内需分项以及大多数 3 月实体经济数据维持韧性。尽管如此，在现行的关税政策下，我们预测至少有 40% 的可能性美国经济将会陷入衰退。如果在极端情况下个性化“对等关税”全面实施，那么美国经济可能会陷入高通胀和衰退并存的困境。

货币政策展望——维持最快 6 月降息，今年 2-3 次各 25 个基点降息的预测。美联储多次强调保持耐心的说辞以及目前仍具韧性的实体经济数据大幅降低了本周会议降息的可能性，但此次会议或暗示 6 月降息的可能性。如果“对等关税”全面兑现，那么我们认为美联储政策的天平可能会偏向稳增长。美联储或将在高通胀情况下毅然继续降息，而且降息的幅度或将高于我们的基本预测。

汇率展望——美元指数或仍有贬值空间。关税政策的高度不确定性已经导致了金融市场对特朗普政府的信任危机。我们认为市场上抛售美元资产的行动或将继续。再叠加关税影响或逐渐体现在经济数据上，以及我们预计的最快 6 月美联储开始降息，我们认为美元指数在今年接下来的时间或仍将有贬值空间。

投资风险：降息过慢引起经济衰退；特朗普激进的关税政策导致美国金融危机、再通胀和经济衰退风险。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 5 月 7 日



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

宏观洞察

月度美国宏观洞察

月度美国宏观洞察：“对等关税”下 美国经济濒临衰退

4月全球经济核心话题：特朗普的“对等关税”政策及其后续变化

特朗普的“对等关税”政策引发全球剧震。4月2日，特朗普宣布了新的“对等关税”政策，其中设立10%的最低基准关税符合市场预期，而对贸易逆差最大国家实施个性化更高的“对等关税”则远超预期，引发了包括美国本土在内全球金融市场剧震。其中，中国被加征34%关税，美国传统贸易盟友日本和欧盟分别被加征24%和20%关税，亚洲其他国家的加征幅度亦不小。不过，在特朗普上任后迅速于2月宣布将向中国、墨西哥和加拿大三国加征关税的时候，我们就[提出](#)不可忽视特朗普通过关税手段扭转美国贸易逆差和增加关税方面财政收入的意图。

在4月2日特朗普推出“对等关税”政策的时候，我们就[提出](#)个性化部分的“对等关税”过高，可能会被暂缓或者降低，但10%的最低基准关税将被执行。不出我们所料，在4月9日原定个性化“对等关税”的生效日当天，特朗普宣布暂缓除中国之外其他国家个性化“对等关税”的执行。4月11日白宫进一步更新了豁免清单，将3C产品排除在“对等关税”政策之外，中国也在豁免之列。3C类出口占到中国对美国2024年总出口20%左右。然而，豁免或并不能持续：美国商务部已经在4月14日宣布启动对芯片和药品进口调查。在调查完成后，美国大概率会就这两个行业亦加征关税。

不过，从4月22日起，特朗普政府对中国进口商品加征高关税政策的态度似乎有所软化。特朗普在会见了沃尔玛等公司掌门人之后态度软化，表示对中国的高额关税或下降，具体取决于双方协商情况。据[报道](#)，与会企业家们称进口关税可能扰乱供应链并抬高商品价格。有关几周后商铺货架可能空空如也的警告似乎触动了特朗普。华尔街日报称，对中国商品的关税可能最终下调至50%-65%之间。然而在4月25日，特朗普又表示不会降低对中国的关税，除非北京方面提供实质性回报。据[彭博社](#)5月2日报道，中国正在评估和美国展开贸易对谈的可能性。5月7日，中国外交部宣布国务院副总理何立峰将在5月9日-12日访问瑞士期间与美国财政部长贝森特就中美经贸举行会谈。然而要达成像上次关税战的一阶段贸易协定那样的协议，还有很长的道路要走（上次用了约1年半的时间）。然而，当前关税税率确实太高，或可在协商过程中就开始降关税。

图表 1：特朗普二次上任后在关税方面的新举措

时间	事件
2月1日	宣布加征墨西哥和加拿大商品 25% 关税，延迟 1 个月执行。加征中国商品 10% 关税，2 月 4 日执行。
2月10日	宣布对钢铝加征 25% 关税，延期 1 个月执行。
2月13日	特朗普表示已决定征收“对等关税”（即让美国与贸易伙伴同一商品彼此征收的关税税率相等），或在 4 月 1 日贸易调查完成后公布细节。
3月4日	正式开始加征墨西哥和加拿大商品 25% 关税，再加征中国商品 10% 关税。
3月5日	加墨两国符合 USMCA 的汽车及零部件出口可以在 4 月 2 日之前被排除在加征关税范围之外。
3月6日	关税豁免进一步扩大到加墨所有在 USMCA 协议内商品。
4月2日	特朗普宣布了新的“对等关税”政策，设立最低基准关税 10%，4 月 5 日生效；并对贸易逆差最大国家实施的个性化更高的“对等关税”，4 月 9 日生效。
4月9日	特朗普宣布暂缓除中国外个性化“对等关税”的实施 90 天，对中国的“对等关税”加至 84%。而后又数次加征，基本阻隔从中国进口。
4月11日	美国白宫更新其豁免清单，将智能手机、电脑和其他电子设备暂时排除在“对等关税”政策之外。
4月14日	美国商务部宣布启动对芯片和药品进口调查。
4月22-25日	特朗普表示对中国的高额关税或在未来几周内下降，具体取决于双方协商情况。目前对话尚未开始。在 4 月 25 日，特朗普又表示不会降低对中国的关税，除非北京方面提供实质性回报。
5月7日	中国外交部宣布国务院副总理何立峰将在 5 月 9 日-12 日访问瑞士期间与美国财政部长贝森特就中美经贸举行会谈。

资料来源：新闻整理，浦银国际

对其他国家和地区而言，90 天暂缓期结束后前景仍具高度不确定性。在双边谈判方面，“对等关税”政策刚宣布的时候，除了中国之外其他国家的态度均较为卑微：欧盟提出了和美国双方互认零关税的提议，日本首相表示同意继续就关税谈判，出口依赖比较高的越南等国和中国台湾地区不仅愿意将美国进口商品关税降到零，中国台湾地区还提出愿意去美国增加投资。然而，面对这些丰厚的条件，特朗普政府表示现有提议仍不够。事情在中美关税战全面爆发、以及关税导致美股急剧下跌之后，发生了微妙的变化。尤其是欧盟和日本。德国财长表示如果美国不积极推动协议，欧盟将实施反制。有媒体在 5 月 6 日报道，若谈判失败，欧盟将对 1,000 亿欧元美国商品加征关税。日本首相也表示不会一味让步美国，尽管日美之间已经开展第二轮贸易对话。在韩国方面，美国财政部长贝森特在 4 月 25 日表示，美韩两国可能最早于 4 月 28 日到 5 月 4 日当周就贸易达成“谅解协议”，但这一说法遭到了韩方反驳，韩方重申不会急于推进谈判。此外，据美方官员的表述，印度已经同意谈判“路线图”，美国和越南的“互惠且平衡的贸易”谈判也即将展开。不过根据韩国的经验，美方说法或有夸大进度以引诱其他国家加快谈判进程之嫌（图表 2）。

我们认为在 90 天内或仅有极少数国家可以和美国达成贸易协议。从目前特朗普政府的态度来看，即便 90 天不够用他也可能会再度延长暂缓期。不过考虑到以往特朗普政策的多变性，我们也不能完全排除 90 天暂缓期结束后特朗普政府宣布立即落实个性化关税政策的可能性。中期来看，我们认为特朗普发起关税战的最终目的或是迫使制造业回流美国。即便关税短时间内可能出于市场和企业家的压力被暂缓执行或缩减，中期来看会有反复可能。

特朗普及其关税政策在其任期内可能“不定时”对世界经济和金融市场造成冲击。无论个性化“对等关税”政策最终是否会兑现，全球贸易格局已经发生了根本性的改变。

图表 2：关于“对等关税”的双边谈判进展一览

国家	最新进展
中国	特朗普政府放风对华高关税可能会降低，具体取决于双方谈判情况。华尔街日报称，对中国商品的关税可能最终下调至 50%至 65%。中方在 5 月初表示正在评估和美国展开贸易对谈的可能性。中国外交部宣布国务院副总理何立峰将在 5 月 9 日-12 日访问瑞士期间与美国财政部部长贝森特就中美经贸举行会谈。
欧盟	欧盟经济专员 Valdis Dombrovskis 表示，他与美国财长斯科特·贝森特进行了会谈，“就美国关税的影响交换了看法”。“欧盟愿意达成双方都能接受的解决方案”。德国财长 Kükies：美国与欧盟双方都有意愿谈判贸易协议。零关税将是最有效的结果。如果美方不（积极推动）达成协议，欧盟将实施反制。有媒体在 5 月 6 日报道，若谈判失败，欧盟将对 1000 亿欧元美国商品加征关税。
日本	日本经济财政与再生大臣赤泽亮在 4 月 30 日至 5 月 2 日出席第二轮日美关税谈判。日本首相石破茂曾表示不会一味让步美国。
韩国	美国财政部长贝森特在 4 月 25 日表示，两国可能最早于下周（4 月 28 日到 5 月 4 日）就贸易达成“谅解协议”。但这一说法遭到了韩方反驳，韩方重申不会急于推进谈判。
印度	美国副总统万斯宣布，印度已同意谈判“路线图”。
越南	美国贸易代表 Greer 同意与越南贸易代表开展“互惠且平衡的贸易”。

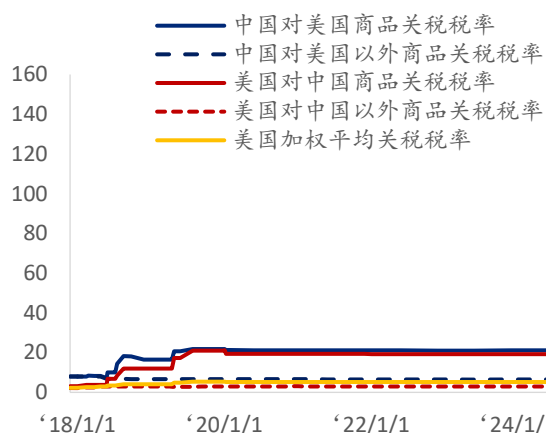
资料来源：新闻整理，浦银国际

“对等关税”对美国本身经济有何影响？

“对等关税”或显著拉高美国通胀率。我们按照 PIIE 数据估算，特朗普上任以来已经拉高美国加权平均关税税率超过 20 个百分点到 26%左右(图表 3)。这在美国历史上是史无前例的。据我们估算，目前已经施加的关税或提高美国通胀率 1.1-2.2 个百分点（假设关税对美国消费者的传导系数在 50%~100%）。如果 90 天暂缓期后特朗普依然选择全面兑现“对等关税”政策、并且现有的对 3C 产品的“对等关税”豁免政策不再适用，那么对美国通胀率的整体影响或进一步上升到 1.4-2.9 个百分点（图表 5）。从市场预期来看，密歇根大学通胀预期自特朗普上任后一路飙高（图表 4）。

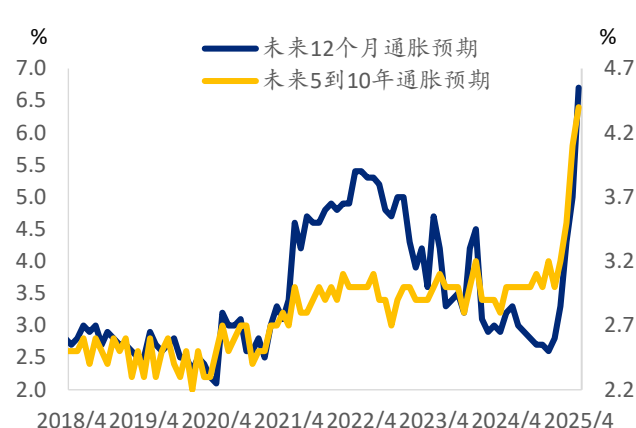
在“对等关税”长期维持的情况下，高关税不仅会造成美国再通胀，也会导致经济衰退。高关税可能影响企业投资和居民消费信心，亦会直接打击进出口。我们观察到特朗普开始加征关税后美国的软数据——各种调查指标已经开始下行，比如制造业 PMI（图表 6）。纽约联储预测的衰退概率从今年 5 月起大幅上升（图表 7）。耶鲁大学研究称将美国关税整体水平升至 20%就将拉低美国 2025 年 GDP 高达 0.9-1.0 个百分点。我们估算现行关税政策对今年美国经济可能造成 1 个百分点左右的拖累影响。

图表 3：特朗普上任以来或已经拉高美国加权平均关税税率超过 20 个百分点到 25.5%



资料来源：PIIE、浦银国际
更新截止至 4 月 12 日

图表 4：密歇根大学通胀预期自特朗普上任后一路飙升



资料来源：CEIC、浦银国际

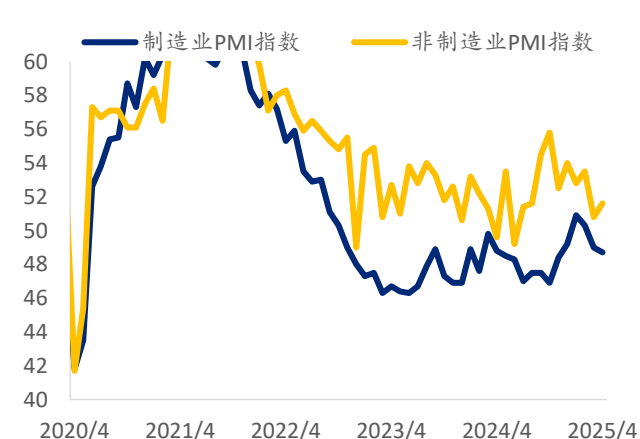
图表 5：特朗普第二任期以来关税政策对美国整体关税水平和潜在通胀影响：现行政策或拉高 CPI 1.1-2.2 个百分点，极端情况下拉高 1.4-2.9 个百分点

事件	对中国商品 关税税率(%)	对中国以外 商品关税税率	加权平均 关税税率	平均关税增幅 (百分点)	对通胀率影响 (百分点)	
					50%	100%
特朗普上任前	20.8	3.0	5.4			
2 月加征 10% 中国商品关税后	30.8	3.0	6.7	1.3	0.1	0.1
3 月再加征 10% 中国商品关税后	40.8	3.0	8.1	2.7	0.1	0.3
3 月钢铝 25% 关税生效后	42.1	3.8	8.9	3.5	0.2	0.4
4 月初 25% 汽车关税生效后	42.1	5.2	10.1	4.7	0.3	0.5
4 月初 10% 最低基准关税生效	49.5	10.5	15.7	10.4	0.6	1.1
当前情况：对中国征收 145% 关税，其他国家 10% 最低基准关税线维持	124.1	10.3	25.5	20.1	1.1	2.2
4 月初个性化互惠关税全面生效，3C 产品豁免结束	134.7	15.7	31.6	26.3	1.4	2.9

资料来源：PIIE、浦银国际估算

注：对中国商品和其他国家商品平均关税数据来自 PIIE，我们用去年中国出口占美国总进口比重计算了加权平均关税税率。然后我们假设美国商品 11% 来自进口，关税 50% 或 100% 传导至美国消费者来计算通胀影响。

图表 6：制造业 PMI 指数在特朗普开始加征关税后下行



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 7：纽约联储预测的衰退概率从今年 5 月起大幅上升

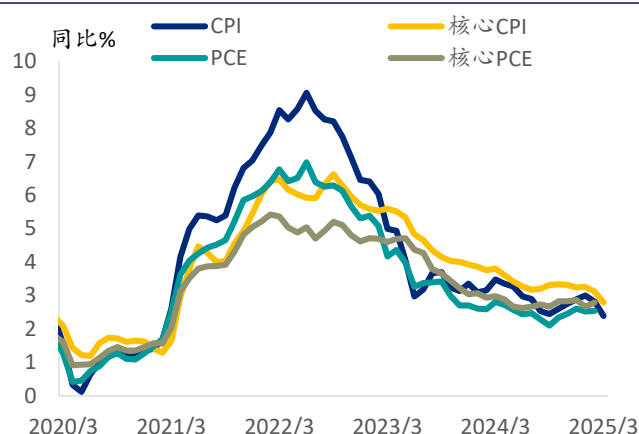


资料来源：CEIC、浦银国际

美国 3 月经济数据回顾：通胀继续回落，前置的经济活动保证了经济韧性

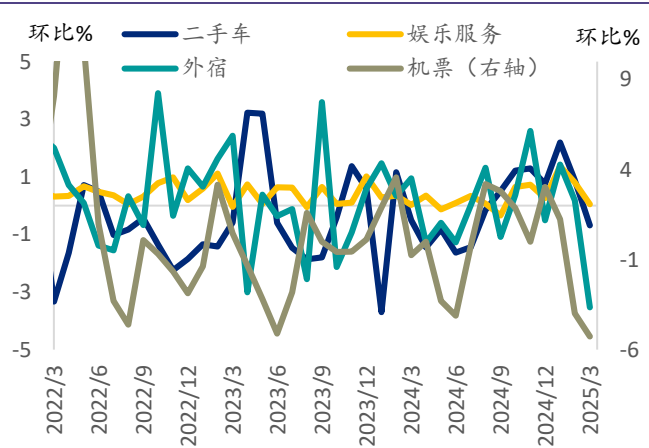
尽管 2-3 月 CPI 通胀数据连续超预期下滑，关税或才是影响接下来通胀走势的关键因素。美国 3 月核心 CPI 通胀率再次超预期回落。从细分数据来看，核心 CPI 的各主要分项环比增速均有所下滑。不过几个波动项——例如外宿、运输等在天气回暖后或有回升可能（图表 9）。如果没有关税战的话，那么我们此前预测的通胀温和下行趋势预计将持续。然而对美联储和投资者来说，当前的通胀数据或不再重要，关税政策的后续变动以及关税对通胀率的影响才是关键考量。我们之前已经计算当前关税政策或将拉高美国通胀率 1.1 到 2.2 百分点，极端情况下对通胀的影响高达 1.4 到 2.9 百分点（图表 5）。无论在何种情况下，接下来美国各项加征关税政策将逐渐开始影响物价水平，从而逆转通胀率当前温和向下的趋势，尽管可能存在一定时滞。

图表 8：CPI 同比通胀率 3 月继续下滑，当前数据尚未反映关税影响



资料来源：CEIC、浦银国际

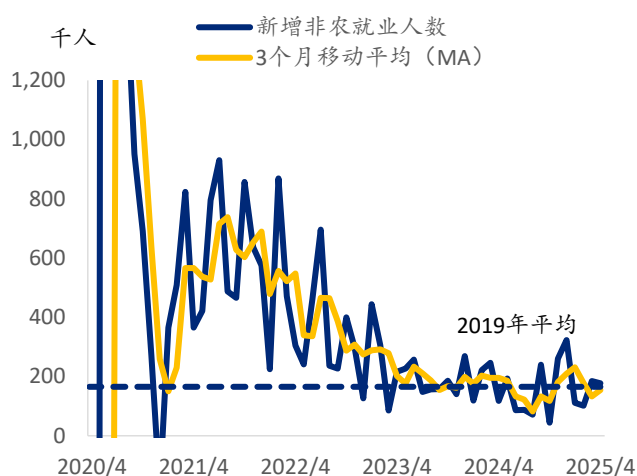
图表 9：几个波动项——例如外宿、运输等在天气回暖后或有回升可能



资料来源：CEIC、浦银国际

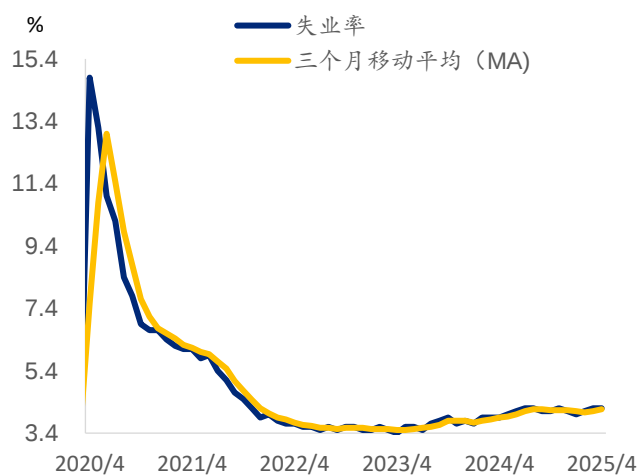
同样尚未体现关税影响的还有 4 月继续好于预期的非农就业数据。4 月新增非农就业人数虽然回落至 17.7 万人（3 月为 18.5 万人），但是仍远好于预期（13.8 万人，图表 10）。与此同时，4 月失业率基本维持在 4.2% 左右（图表 11）。不过，平均时薪环比增速 4 月有所下滑（4 月：0.167%，3 月：0.279%），其中制造业的时薪增速最弱。此外，滞后发布的一季度雇佣成本指数同比增速亦略微下滑（图表 12）。尽管 4 月非农就业数据似乎尚未体现关税影响，周度的失业金领取人数数据从 4 月下旬起显著上升，尚不能判断是关税影响还是季节性扰动（图表 13）。整体而言，我们依然认为美国劳动力市场逐渐走弱的整体趋势并没有改变：政府裁员计划的影响或日渐显现，关税战带来的巨大不确定性也不利于资本扩张和企业招聘，其影响或从 5 月起的就业数据开始逐渐显现。

图表 10: 4 月新增非农就业人数小幅回落但仍好于市场预期



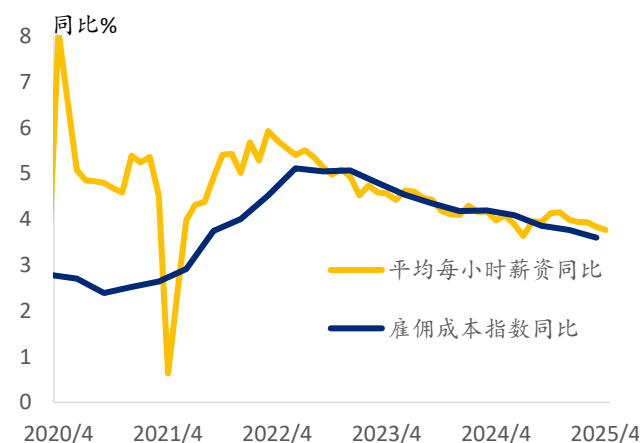
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 11: 失业率 4 月维持在 4.2% 左右



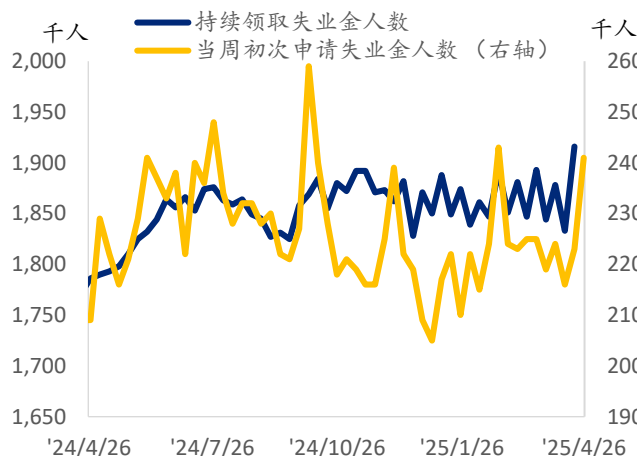
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 12: 平均时薪同比增速 4 月微降, 一季度雇佣成本指数同比增速亦下滑



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 13: 周度的申请失业金人数在 4 月下旬突然上升



资料来源: CEIC、浦银国际

一季度美国 GDP 环比增速转负, 但投资和消费仍强。GDP 环比增速从去年四季度的 2.4% 转负至今年一季度的 -0.3%。不过从细节来看, 总体 GDP 增速的迅速走弱主要是因为关税担忧前置进口——商品和服务净出口对 GDP 的拖累作用高达 4.8 个百分点 (图表 14)。关税担忧同样导致了设备投资的前置, 设备投资 GDP 环比增速从四季度的 -8.7% 迅速升到 22.5%, 助力私人投资贡献 GDP 高达 3.6 个百分点。个人消费支出 GDP 增速一季度有所回落, 不过依然颇具韧性。此外, 正如我们[此前](#)所预测的, 美国的财政刺激作用日益淡出, 导致政府消费和投资总额对 GDP 的贡献亦转负至 -0.3%。

图表 14: GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率

	比重	季调环比增速				对GDP拉动作用			
		25Q1	24Q4	24Q3	24Q2	25Q1	24Q4	24Q3	24Q2
整体	100.0	-0.3	2.4	3.1	3.0	-0.3	2.4	3.1	3.0
个人消费支出	69.5	1.8	4.0	3.7	2.8	1.2	2.7	2.5	1.9
商品	23.7	0.5	6.2	5.6	3.0	0.1	1.3	1.2	0.6
耐用品	8.9	-3.4	12.4	7.6	5.5	-0.3	0.9	0.5	0.4
非耐用品	14.8	2.7	3.1	4.6	1.7	0.4	0.4	0.6	0.2
服务	45.9	2.4	3.0	2.8	2.7	1.1	1.4	1.3	1.3
私人投资总额	19.3	21.9	-5.6	0.8	8.3	3.6	-1.0	0.2	1.5
固定资产投资	18.5	7.8	-1.1	2.1	2.3	1.3	-0.2	0.4	0.4
建筑	2.9	0.4	2.9	-5.0	0.2	0.0	0.1	-0.2	0.0
设备	5.9	22.5	-8.7	10.8	9.8	1.1	-0.5	0.5	0.5
知识产权	6.5	4.1	-0.5	3.1	0.7	0.2	0.0	0.2	0.0
住宅	3.4	1.3	5.5	-4.3	-2.8	0.1	0.2	-0.2	-0.1
私人存货变化	0.6	NA	NA	NA	NA	2.3	-0.8	-0.2	1.1
商品和服务净出口	-5.8	NA	NA	NA	NA	-4.8	0.3	-0.4	-0.9
政府消费支出和投资总额	2.8	-1.4	3.1	5.1	3.1	-0.3	0.5	0.9	0.5

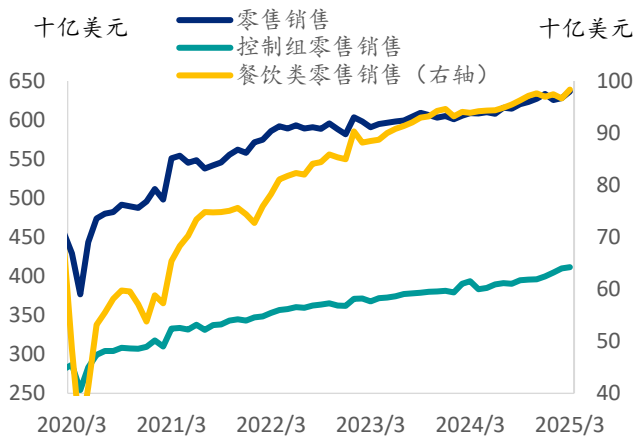
资料来源: CEIC, 浦银国际

3月单月的实体经济数据体现了经济韧性,虽然部分受关税担忧而前置消费和生产的影响。在消费方面,3月零售销售额环比增速如预期般再加快至1.4%(2月:0.4%,图表15)。前置的强劲汽车销售是数据改善的主要推动力。

在制造业方面,虽然工业生产环比增速转负,但是这主要是因为天气变热之后能耗类生产下降造成的。制造业工业生产还是环比正增长(图表16),尽管我们认为这里面或也有由于关税担忧而前置生产的因素在。

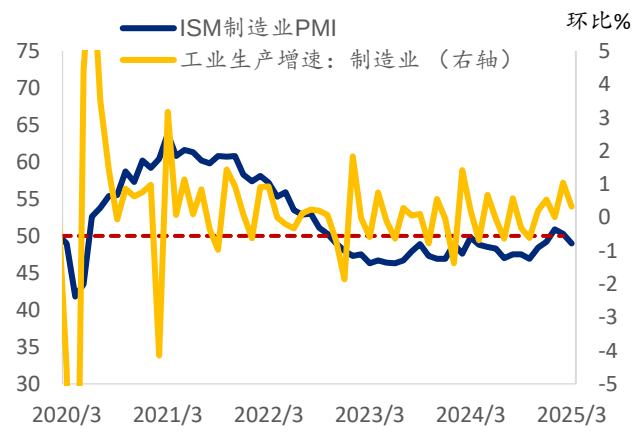
在房地产业方面,相关数据3月继续好坏参半。营建许可和新屋销售回升,但新屋开工和成屋销售下滑(图表17、图表18)。考虑到特朗普近期政策对经济的负面影响以及居高不下的房贷利率,我们依然相信房地产行业的动能短期内将难以恢复。

图表 15: 3月零售数据部分因为前置的汽车销售走强



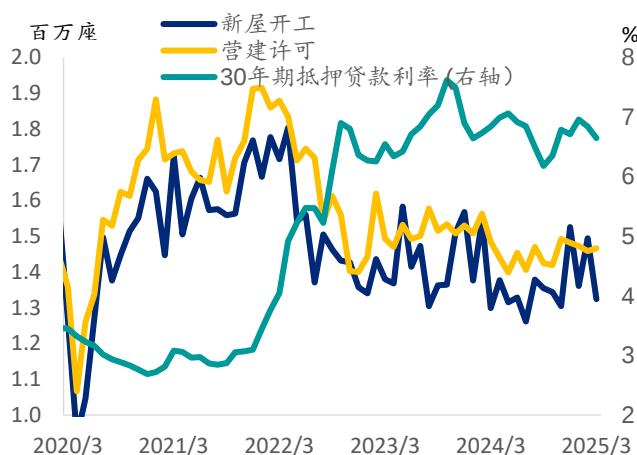
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 16: 制造业工业生产环比增速在 2-3 月持续为正, 反映“对等关税”加征前的前置生产



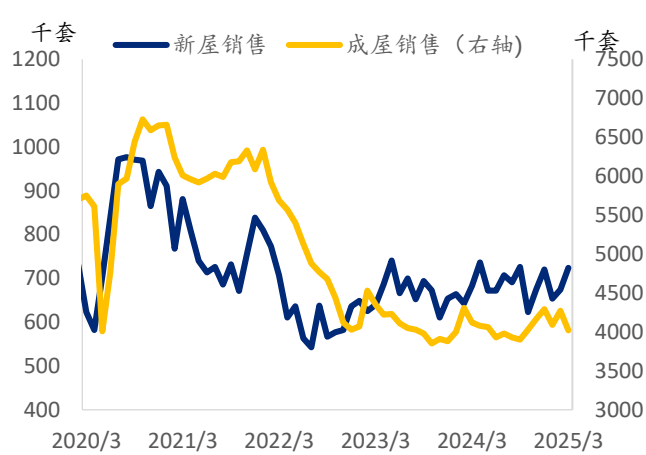
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 17：新屋开工 3 月超预期下降，营建许可略微上升



资料来源:CEIC、浦银国际

图表 18：新屋销售超预期走强，符合季节性规律；成屋销售略微下滑



资料来源:CEIC、浦银国际

总结来说，虽然硬数据还不错，但是若排除前置消费和生产，并综合考虑此后关税影响，我们认为美国经济前景仍不乐观。在现行的关税政策下，我们预测至少有 40% 的可能性美国经济将会陷入衰退。如果在极端情况下，个性化“对等关税”全面实施，那么美国经济可能会陷入高通胀和衰退并存的困境。

货币政策展望：维持最快 6 月降息、今年共降息 2-3 次的基本预测

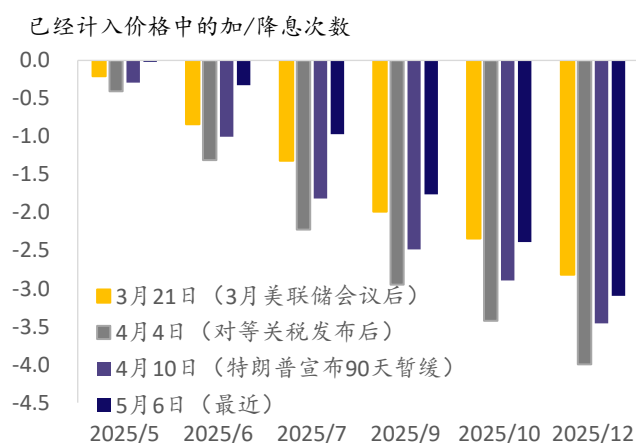
美联储多次强调保持耐心，我们预计本周的 5 月议息会议将维持政策利率不变。现在相比经济基本面，关税对通胀和增长的影响或才是美联储考虑其利率政策的关键因素。在 4 月 2 日特朗普发布远超预期的“对等关税”政策后，鲍威尔表示特朗普公布的新关税政策可能持续推升通胀，美联储或需要先观望，等明确了形势后再考虑行动。而在仅仅半个月之前的 3 月美联储会议发布会上，鲍威尔才刚表示关税对通胀影响是暂时性的。近期其他美联储官员们讨论降息的重点仍在保持耐心上。基于目前的数据和美联储的表态，我们依然不认为美联储会在本周会议上降息，但此次会议或暗示 6 月降息可能性。

我们维持最快 6 月开始降息，全年 2-3 次各 25 个基点降息的基本预测。6 月会议将更新的季度经济指标预测或为今年全年的降息提供更多线索。不过，特朗普暂缓的个性化“对等关税”在 90 天暂缓期结束后是会被再次延期还是开始实行，仍具高度不确定性。如果“对等关税”全面兑现，那么我们认为美联储政策的天平可能会偏向稳增长。美联储或将在高通胀情况下毅然继续降息，而且降息的幅度或将高于我们的基本预测。

汇率展望：美元指数或仍有贬值空间

在全球性抛售美元资产的浪潮中，美元指数或仍有贬值空间。在特朗普 4 月 2 日宣布远超市场预期的“对等关税”政策之后，美元指数已经从 4 月 1 日的 104 以上下滑至 100 以内（图表 20）。美元指数并未如我们此前预期般在短期内升值，是因为特朗普的“对等关税”政策过于激进，市场对美国经济衰退的担忧远远超过了其他国家被加征关税后影响出口的担忧。即便在 4 月 9 日特朗普如我们预料的那般暂缓 90 天执行除中国外其他国家个性化“对等关税”，美国商务部已经在 4 月 14 日宣布启动对芯片和药品进口调查，关税政策接下来的不确定性仍大。关税政策的高度不确定性已经导致了金融市场对特朗普政府的信任危机。我们认为市场上抛售美元资产的动作或将持续。再叠加关税影响或逐渐体现在经济数据上，以及我们预计的最快 6 月美联储开始降息，我们认为美元指数在今年接下来的时间或仍将有贬值空间。

图表 19：市场计入的美联储降息次数在“对等关税”政策公布后显著上升，近期又有所下降



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 20：美元指数已经从 4 月 1 日的 104 以上下滑至 100 以内，后续仍有贬值空间



资料来源：CEIC、浦银国际

附录

图表 21：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现
2025 年 2 月 25 日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025 年 2 月 13 日	美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息，3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 14 日	美国 10 月核心环比通胀率如预期微跌
2024 年 11 月 8 日	11 月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响
2024 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 10 月 10 日	美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点
2024 年 9 月 26 日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024 年 9 月 19 日	美联储 9 月超预期降息 50 个基点，年内或还有单次 50 个基点降息
2024 年 9 月 12 日	美国 8 月核心环比通胀率略超预期，基本锁定 9 月 25 个基点降息
2024 年 8 月 27 日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024 年 8 月 24 日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认 9 月降息
2024 年 8 月 23 日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024 年 8 月 15 日	符合市场预期的美国 7 月环比通胀率上升大概率不会影响 9 月降息决议
2024 年 8 月 1 日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024 年 8 月 1 日	7 月美联储会议点评：9 月剑指降息
2024 年 7 月 30 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 7 月 12 日	美国 6 月通胀数据再次超预期放缓，9 月降息预期获进一步确认
2024 年 6 月 25 日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024 年 6 月 13 日	偏鹰的美联储会议或未计入 5 月通胀数据的超预期放缓
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 16 日	4 月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024 年 5 月 6 日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024 年 5 月 2 日	5 月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024 年 4 月 11 日	3 月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2024 年 3 月 26 日	月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？
2024 年 3 月 21 日	3 月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启
2024 年 3 月 13 日	美国 2 月通胀维持韧性，对降息决议影响或较为中性
2024 年 3 月 4 日	月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？

资料来源：浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

