



宏观研究报告

2025年4月29日

周浩

+852 2509 7582

Hao.zhou@gtjas.com.hk

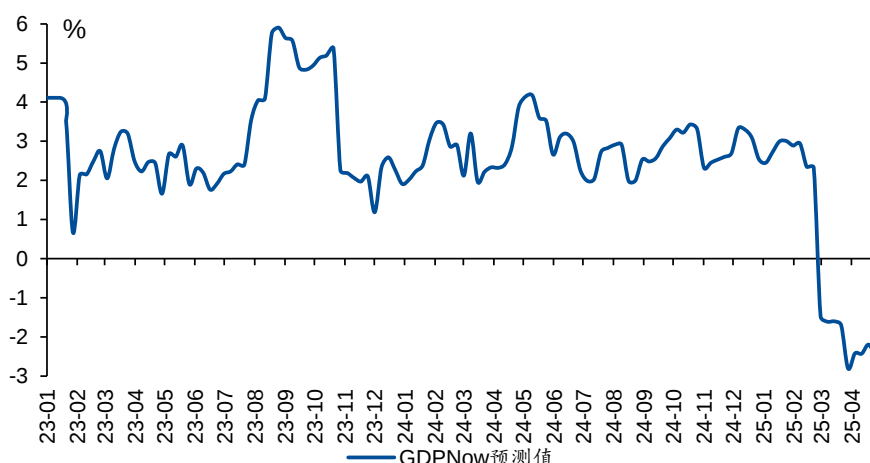
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

面临不确定，市场患上“数据依赖症”

GDPNow 显示美国经济可能会出现负增长



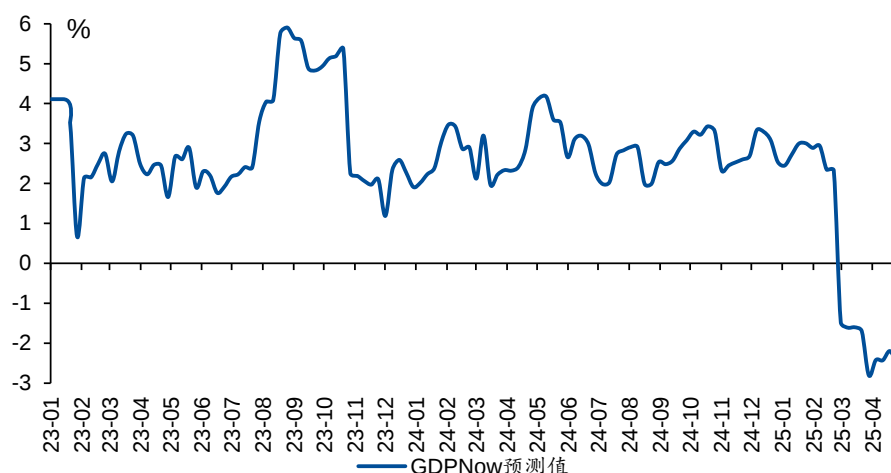
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 过去一个月中，美元指数暴跌 5%，再度逼近年内新低，几乎创下 2011 年以来的最差月度表现。美元表现羸弱的背后，是特朗普朝令夕改的关税政策，以及市场对于美国经济陷入衰退的担忧。目前而言，中美之间难以就关税问题达成共识，这也意味着美国经济在第二季度将面临着“fact check”。
- 本周美国会公布第一季度 GDP 数据，尽管市场预期第一季度经济会出现弱增长，但 GDPNow 却显示，美国经济可能会在第一季度陷入负增长。一旦负增长出现，那么第二季度就会成为特朗普最为关键的经济时刻，显然他应该不希望自己上台的前两个季度就将美国经济带入深渊。
- 对于特朗普而言，其面临的一个难题，是即使美国经济陷入衰退，其在财政政策上的空间却会受限。一方面，减税的推进仍然需要时间，另一方面，过度透支财政政策也会影响美债市场的稳定。因此，美国经济在第二季度有改观的可能性较低。相对而言，美联储在 6 月开启降息的可能性则被市场定价在 60% 左右。美国经济的表现，无疑会成为影响美联储决策的最关键因素。
- 市场此前纠结的另一个问题，是美债和美元的反向走势，即美元和美债同时出现下跌。但这样的反向走势近期有所修复，即美债利率也伴随着美元出现下行，换言之，对美元资产的抛售似乎进入了一个冷静期。根本上而言，美债背后仍然有美国财政部和美联储，因此美债失控的可能性相对较低；但美元则面临着信任危机，这似乎不是财政部和美联储能一手把持的。
- 当然，相对于美元指数的弱势表现，除了日元以外的亚洲货币的表现，则显得并不十分强劲。这背后的原因，是出口对于亚洲主要经济体的重要程度仍然较高，在这样的情况下，市场需要等待亚洲各国的贸易数据来测试关税对于经济的影响和冲击。不论如何，在一系列的标题党之后，市场需要开始关注 hard data。而这也让我们想起了若干个危机的瞬间，比如在新冠肆虐时，我们需要通过客流量来判断经济的恢复速度。但值得一提的是，特朗普政府祭出财政刺激的可能性和规模，大概率会远低于疫情期间。

美元指数再度逼近年内新低，在过去的一个月中，美元指数暴跌 5%，几乎创下 2011 年以来的最差月度表现。美元表现羸弱的背后，是特朗普朝令夕改的关税政策，以及市场对于美国经济陷入衰退的担忧。目前而言，中美之间难以就关税问题达成共识，这也意味着美国经济在第二季度将面临着“fact check”。关税对通胀和经济的影响到底有多大，未来一段时间出炉的数据，会逐步揭示这样的伤痕。

本周美国会公布第一季度 GDP 数据，尽管市场预期第一季度经济会出现弱增长，但 GDPNow 却显示，美国经济可能会在第一季度陷入负增长。一旦负增长出现，那么第二季度就会成为特朗普最为关键的经济时刻，显然他应该不希望自己上台的前两个季度就将美国经济带入深渊。

图 1: GDPNow显示美国经济可能会出现负增长



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

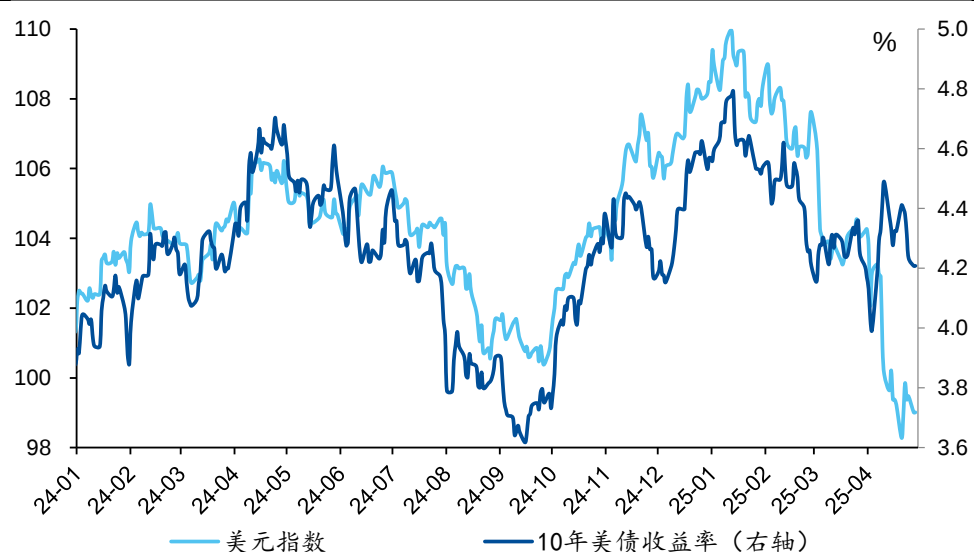
对于特朗普而言，其面临的一个难题，是即使美国经济陷入衰退，其在财政政策上的空间却会受限。一方面，减税的推进仍然需要时间，另一方面，过度透支财政政策也会影响美债市场的稳定。因此，美国经济在第二季度有改观的可能性较低。而相对而言，美联储在 6 月开启降息的可能性则被市场定价在 60% 左右。美国经济的表现，无疑会成为影响美联储决策的最关键因素。

市场此前纠结的另一个问题，是美债和美元的反向走势，即美元和美债同时出现下跌。但这样的反向走势近期有所修复，即美债利率也伴随着美元出现下行，换言之，对美元资产的抛售似乎进入了一个冷静期。这样的情况能持续多久，也是市场关心的。但根本上而言，美债背后仍然有美国财政部和美联储，因此美债失控的可能性相对较低；但美元则面临着信任危机，这似乎不是财政部和美联储能一手把持的。海外投资者用脚投票，意味着美元的问题才刚刚开始。从美元和美债的具体走势来看，美债利率在 4 月保持大致平稳甚至小幅下行，美元指数则大幅下行 5%，这似乎形成了市场对于美国经济和美元信用的第一块疤痕。疤痕能否被修复，仍然取决于美国经济和特朗普的表现。

当然，相对于美元指数的弱势表现，除了日元以外的亚洲货币的表现，则显得并不十分强劲。这背后的原因，是出口对于亚洲主要经济体的重要程度仍然较高，在这样的情况下，市场需要等待亚洲各国的贸易数据

来测试关税对于经济的影响和冲击。5月1日早上，韩国将公布4月的贸易数据，相信这一数据会给市场一些早期的指引。从目前已经公布的4月前20天（同比下降5.2%）的数据来看，全月出口负增长的可能性已经较大。与此同时，中国港口的一些高频数据也将被市场紧密关注。从这些角度而言，在一系列的标题党之后，市场需要开始关注 **hard data**。而这也让我们想起了若干个危机的瞬间，比如在新冠肆虐时，我们需要通过客流量来判断经济的恢复速度。但值得一提的是，特朗普政府祭出财政刺激的可能性和规模，大概率会远低于疫情期间。

图 2：美债利率大致稳定，美元遭受抛售



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话:(852) 2509-9118 传真:(852) 2509-7793

网址:www.gtjai.com