

产品及投资方案部

| 2025年4月9日

当“美国不再例外”遇上“东升西落”

定期出版：年度/季度投资策略



中信证券
CITIC SECURITIES

[illegible]

板块要闻

● 2015年3月25日中国股市行情：沪深两市双双低开，创业板指跌幅居前，沪指跌0.24%，深成指跌0.34%，创业板指跌0.92%。两市成交1.27亿手，成交金额1672.46亿元。两市涨停股11只，跌停股1只。

● 2015年3月25日中国期货市场行情：沪铜主力合约收跌0.1%，报43640元/吨；沪铝主力合约收跌0.1%，报14040元/吨；螺纹钢主力合约收跌0.1%，报2458元/吨；铁矿石主力合约收跌0.1%，报60.5元/吨。

● 2015年3月25日中国商品期货市场行情：豆粕主力合约收跌0.1%，报2458元/吨；豆油主力合约收跌0.1%，报4850元/吨；棕榈油主力合约收跌0.1%，报4850元/吨。



中信证券

产品投资组合策略：沪深两市低开，创业板指跌幅居前

[illegible]

[illegible][illegible]

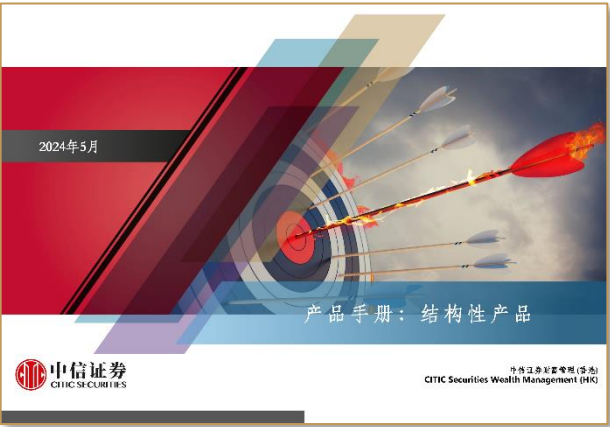
定期出版：每周产品及投资策略 + 每月产品概览
+ 每月企业客户境外现金管理及资产配置手册



定期出版：重点关注产品追踪(每周)



定期出版：结构性产品手册



关税风暴席卷全球 港股大跌9%
(2025年4月7日)



突发点评

2024年10月2日

国庆假期后 港股延续大涨

- 在10.1国庆假期后，今早港股延续节前涨势，恒生指数大涨逾1,000点，升穿22,000点关口；国企指数涨7%，升穿8,000点关口，恒生科技指数表现突出，涨近8%，升穿5,000点关口。中国政策进入高增长开局模式，刺激政策超预期和流动性令中国股市再度受到投资者青睐。
- 金融监管部门政策组合和政治局会议传达的积极信号为市场带来良好的开局。我们认为，调整住房限购，降低交易税，降低首付比例的政策也在一线城市房地产市场止跌目标的紧迫性，一线城市年内有望实现房价止跌。若本轮政策未能充分实现止跌目标，预计政策的潜在空间依然广阔。
- 我们认为重新激发国内需求、打破通缩是避免中国经济“日本化”的关键，在房价稳定之前，人们可能会保持谨慎倾向。消费后周期特征显著，政策力度超预期将带动消费景气回升预期，但后续我们仍需有证据验证信心、零售销售和劳动力市场正在好转。
- 自2022年第一季度以来，中国股市已经经历了四次反弹。总体而言，如果增量政策加码，财政刺激能迅速落地，政策能够重新刺激国内需求、打破通缩局面，将引领股市进入2022年3月以来的第五次反弹走势。从估值角度来看，我们相信中国股市仍是新兴市场中最具吸引力。
- 回顾2022年港股市场四轮悲观预期扭转后的反弹，恒生指数累计涨幅介于21%-55%，而恒生科技指数的涨幅介于26%-72%。本次政策组合开启新一轮降息周期以及9月24日内地推出的政策组合显著提振港股市场投资者信心，因此港股市场的反弹行情在风险因素逐渐消散、市场情绪门扉回开的背景下逐步展开。自估值近期低位（9月11日）至今早，恒指和国科指已分别上涨30.9%/49.7%。
- 从技术走势看，恒指和国科指于周五黄金比率38.2%（20,951点）及23.6%（4,724点）有较强支持。如能随后向上突破，恒指和国科指上望目标为黄金比率61.8%和38.2%，即24,821点和5,913点。

产品及投资方案部
中信证券财富管理（香港）

免责声明请参阅尾页

特朗普胜出美国大选的未来影响
(2024年11月6日)



突发点评

2024年11月6日

特朗普胜出美国大选的未来影响

- 美国大选初步结果显示，前总统特朗普已获得超过半数的选举人票，将再次执掌白宫。其政策更重视参议院制衡制权，如能再拿下众议院，特朗普将成为强势政府，其对全球市场及经济的影响力将更趋显著。
- 参考2016年大选的11-12月，当选者通常会逐步提名内阁人选，充实执政团队。各项政策思路与执行尺度将有更多政策窗口。在次年1月，美国总统将举行新任总统的就职典礼。典礼上的就职演讲可能包含大范围的政策承诺，通常具备一定的政治优先权与承诺。在此之后，一系列政策可能以总统行政令的方式密集落地。总统选举之外，美国国会的关键议程同样备受关注，共和党今天已参议院多数席位，但众议院席位仍然较大。
- 特朗普在大选中胜出后，一旦造成共和党派独揽的情形，则特朗普的政纲政策或更易落地，甚至对华鹰派的承诺也将更明确。对于中美关系的外部压力或更加明显。而特朗普胜选后形成“分裂国会”，则两党、两院的博弈将更加激烈。或能在一定程度上限制特朗普对外政策的执行力。

表1：美国国会未来情景分析

情景一：特朗普胜选，但两院分裂	情景二：特朗普胜选，且两院皆属共和党
美国GDP（影响变化不大） 通胀（+，影响有限+大选时暂时小幅度波动） 利率（中性） 美元（+）	美国GDP（强，+） 通胀（+，大选时小幅度波动） 利率（+） 美元（+）
国际：国际合作倾向弱化 贸易：贸易保护主义 中美：对华贸易政策更趋强硬 俄乌：俄乌冲突短期或难结束 中东：俄乌冲突短期或难结束 美元：美元更趋强势 科技：科技政策更趋保守 金融：金融政策更趋保守 环境：环境政策更趋保守 教育：教育政策更趋保守 医疗：医疗政策更趋保守 能源：能源政策更趋保守 国防：国防政策更趋保守 外交：外交政策更趋保守 其他：其他政策更趋保守	国际：国际合作倾向弱化 贸易：贸易保护主义 中美：对华贸易政策更趋强硬 俄乌：俄乌冲突短期或难结束 中东：俄乌冲突短期或难结束 美元：美元更趋强势 科技：科技政策更趋保守 金融：金融政策更趋保守 环境：环境政策更趋保守 教育：教育政策更趋保守 医疗：医疗政策更趋保守 能源：能源政策更趋保守 国防：国防政策更趋保守 外交：外交政策更趋保守 其他：其他政策更趋保守

资料来源：中信证券

产品及投资方案部
中信证券财富管理（香港）

免责声明请参阅尾页

A股复市 港股跳水
(2024年10月8日)



突发点评

2024年10月8日

A股复市 港股跳水

- 9月24日政策组合拳推出以来，港股涨幅显著，多量指标均表明港股投资者情绪十分火热。外溢也呈现出显著溢价港股市场趋势。9月16日以来的短短半月间累计流入606亿港元。今日，中国A股在国庆黄金周假期后首日复市，今早A股三大指数低开，投资者普遍预期资金从港股技术性调整至A股，在获利回吐盘出现下今日港股跳水，恒指最多暴跌14%，恒指跌幅10%。
- 国家发改委上午10点政策发布会，国家发改委主任郑栅洁表示，十一假期市场消费旺盛，对实现全年经济社会发展的目标任务充满信心。金融管理部门已进行窗口指导，银行信贷资金严禁违规进入股市，国家发改委表示将对近期股市震荡下行等问题，出台有力有效举措，努力提振资本市场。
- 回顾2022年港股市场四轮悲观预期扭转后的反弹，恒生指数累计涨幅介于21%-55%，而恒生科技指数的涨幅介于26%-72%。自估值近期低位（9月11日）至今早，恒指和国科指已分别上涨30.9%/49.7%。从技术走势看，恒指和国科指于周五黄金比率38.2%（20,951点）及23.6%（4,724点）有较强支持。如能随后向上突破，恒指和国科指上望目标为黄金比率61.8%和38.2%，即24,821点和5,913点。

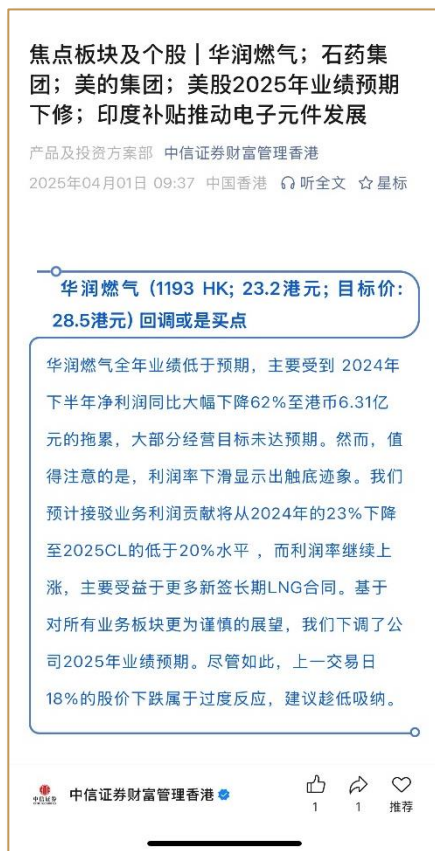
图：近五年恒指走势（黄金比率）

图：近五年国科指走势（黄金比率）

产品及投资方案部
中信证券财富管理（香港）

免责声明请参阅尾页

微信公众号：市场动态 + 焦点板块及个股 + 每月港股打新焦点



微信公众号：债市聚焦 + 新债发行



美联储1月按兵不动

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年

美国国债3月走势分析与前瞻

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年

三月FOMC会议前瞻：不急于降息

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年03月18日 09:31 中国香港 听全文

美联储3月议息点评 - 滞胀风险增加

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年03月21日 09:34 中国香港 听全文



美国联邦公开市场委员会 (FOMC) 在3月19日结束为期两天的政策会议后宣布，将联邦基金利率目标区间维持在4.25%-4.50%，利率决策获得一致赞成，连续第二次会议维持基准利率不变。

2025年债券投资策略 — 全球债券波动 2025稳守突击

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年0

新世界发展债券为何接连下跌

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年0

新发债焦点 | 香港机场管理局

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年0

新发债焦点 | 汇丰控股

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年02月28日 09:16 中国香港 听全文



2月24日，汇丰控股发行一只新的AT1（附加一级资本）。随后在2月26日，汇丰控股发行三批高级债券^a（TLAC），分别为4年期（3年后可赎回）、6年期（5年后可赎回）和11年期（10年后可赎回）的美元债券，其中4年期和6年期另有浮动利率债券。募集资金将用于一般企业、负债管理和再融资目的，并维持或

微信公众号：活用结构化产品个案分享



通胀下降，投资机会来临：5年期SOFR挂钩保本型可赎回凤凰票据

投资方先生 中信证券财富管理香港
2024年07月

利用货币政策差异：探索保本二元票息票据作为结构性金融工具的优势

投资方先生 中信证券财富管理香港
2024年08月12日

安全参与市场增长：探索部分保本收益凭证

投资方先生 中信证券财富管理香港
2024年10月24日 09:06 中国香港 听全文



最新数据显示，美国就业市场展现出强劲的韧性。2024年9月，美国非农数据全面超预期，失业率从之前的4.2%下滑至4.1%，薪资同比增长4%，劳动力参与率维持在62.7%不变。这表明美国黄金年龄段人口的就业状况保持健康。与此同时，美国的通胀压力亦明显缓解，美国物价正在降温，食品和能源通胀环

中信证券财富管理香港



介绍波浪票据：乘风破浪，捕获港股增长的黄金机会

投资方先生 中信证券财富管理香港
2024-06-0

以不变应万变，坚持票息策略等风来

投资方先生 中信证券财富管理香港
2024-06-1

在香港股市增长潜力中顺势而上 - 保本向上敲出式鲨鱼鳍票据

投资方先生 中信证券财富管理香港
2024年10月01日 08:59 中国香港 2人听过



上周恒生指数和恒科指分别上涨13.0%和20.2%，创下自1998年和2011年以来的最大涨幅。大市成交额更达到4,457.48亿港元，创下了港股历史最高水平。

香港股市的显著上涨可以归因于美联储的降息

中信证券财富管理香港



微信公众号：基金文章 + 基金经理专访系列



微信公众号：特别文章推荐

财富规划101系列：香港打造全球家族办公室中心

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年01月16日 09:09 中国香港 听全文

2025年大宗商品展望 - 黄金仍是主题

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年01月14日 09:11 中国香港 听全文

财富规划101系列：高净值人士的专属工具—私募寿险 (PPLI)

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年01月20日 09:06 中国香港 听全文



私募寿险的全称是私募人寿保险 (Private Placement Life Insurance), 简称PPLI, 本质为一种寿险产品, 其现金价值取决于保单包含资产, 面向富裕家族和高净值人士, 为他们提供可跨司法管辖区服务的财富规划工具。

2025年投资策略 — 聚焦政治博弈及政治助力两大主线

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年01月16日 09:09 中国香港 听全文

如何与子女沟通继承安排？抄巴菲特作业

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年01月16日 09:09 中国香港 听全文

2025年全球股票市场展望 — 一切关于特朗普

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年01月16日 09:09 中国香港 听全文

2025年外汇展望 — 观望特朗普2.0对货币市场的影响

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年01月13日 09:18 中国香港 1人



2024年四季度, 特朗普当选美国总统, 市场忧虑其关税及经济计划将引发美国「再通胀风险」, 美联储降息预期降温, 支持美元指数显著走强。韩国政局动荡, 总统尹锡悦因短暂宣布戒严遭到国会弹劾, 导致韩元兑美元於去年四季度大跌近12%。

受益所有人信息披露新规将进一步削弱BVI公司隐秘性

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年02月19日 09:11 中国香港 听全文

港股组合策略 中长线组合调整

投方先生 中信证券财富管理香港

2025年03月19日 09:09 中国香港 1人

亚洲市场新选择：港交所上市美股个股杠杆及反向ETF

投方先生 中信证券财富管理香港

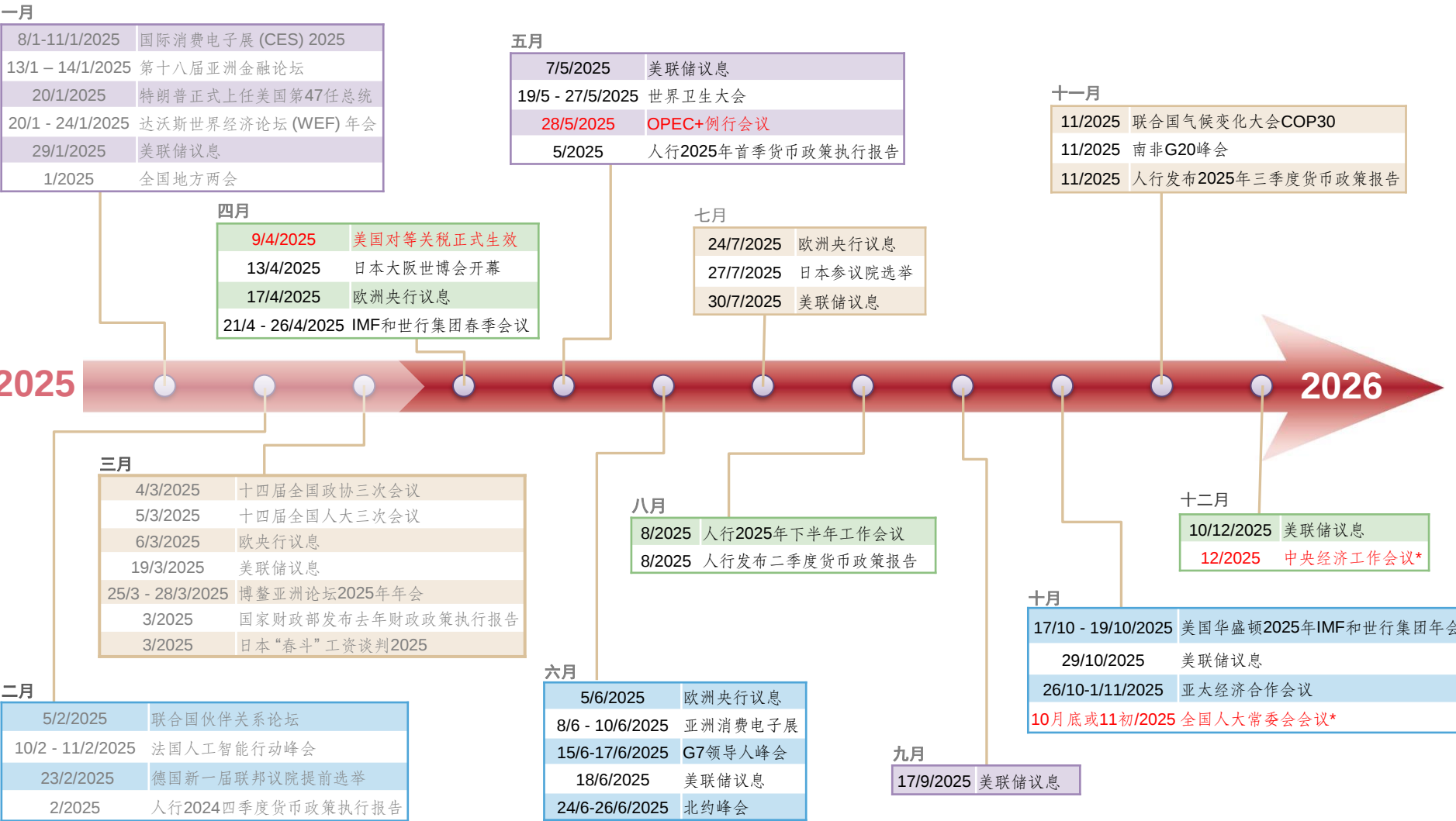
2025年03月21日 09:34 中国香港 听全文



2025年1月23日, 香港证监会宣布开放个股杠杆及反向产品的发行, 这标志着香港资本市场的一项重要创新。仅仅两个月后 (3月24日), 南方东英资产管理将在港交所上市亚洲首批9只个股杠杆及反向ETF, 涵盖了多只热门股。

资料来源：中信证券财富管理(香港)

2025年重大事件





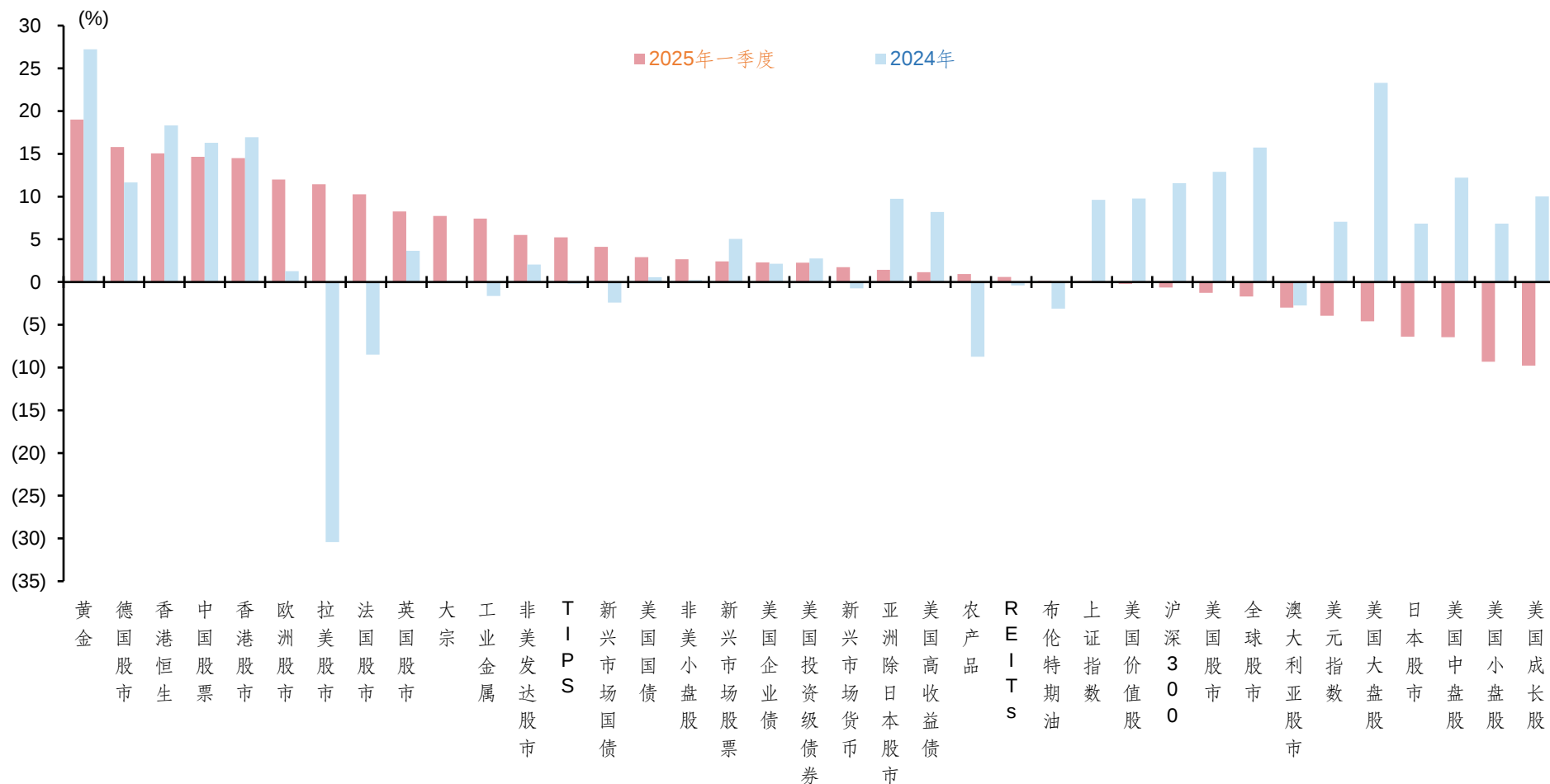
资产配置

近10年环球市场热图 (股票/债券/商品)

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 YTD	十年年化回报	十年年化波动率
中国离岸高收益债 10.8	原油 52.4	香港股票 41.3	中国在岸债 (美元) 3.5	中国A股 36.8	中国A股 38.6	原油 50.2	原油 10.5	美国股票 26.3	黄金 26.6	黄金 18.2	美国股票 12.5	原油 37.4
日本股票 9.9	美国高收益债 17.1	新兴市场股票 37.8	美国国债 0.9	美国股票 31.5	黄金 21.0	美国股票 28.7	黄金 -0.7	日本股票 20.8	美国股票 25.0	香港股票 16.1	黄金 9.2	中国A股 28.4
中国在岸债 3.9	美国股票 12.0	中国A股 32.7	中国离岸投资级债 0.5	欧洲股票 24.6	新兴市场股票 18.7	欧洲股票 17.0	香港股票 -12.5	欧洲股票 20.7	香港股票 22.9	欧洲股票 10.6	欧洲股票 6.3	香港股票 26.5
中国离岸投资级债 3.3	新兴市场股票 11.6	欧洲股票 26.2	美国高收益债 -2.1	原油 22.7	美国股票 18.4	中国在岸债 (美元) 8.4	中国在岸债 (美元) -5.2	美国高收益债 13.5	中国A股 14.9	中国离岸高收益债 3.9	日本股票 5.6	日本股票 22.0
中国A股 2.4	中国离岸高收益债 10.4	日本股票 24.4	美国投资级债 -2.5	日本股票 20.1	日本股票 14.9	美国高收益债 5.3	中国离岸投资级债 -10.1	黄金 12.8	日本股票 8.7	新兴市场股票 3.0	美国高收益债 5.1	美国股票 21.5
美国股票 1.4	新兴市场美元债 10.2	美国股票 21.8	黄金 -2.8	新兴市场股票 18.9	美国投资级债 9.9	日本股票 2.0	美国高收益债 -11.2	新兴市场美元债 10.5	美国高收益债 8.2	美国国债 2.9	新兴市场股票 4.1	欧洲股票 21.3
新兴市场美元债 1.2	黄金 7.7	原油 17.7	中国离岸高收益债 -4.2	黄金 18.0	中国在岸债 (美元) 9.8	中国离岸投资级债 -0.1	美国国债 -12.5	新兴市场股票 10.3	新兴市场股票 8.1	中国离岸投资级债 2.7	中国在岸债 (美元) 3.0	新兴市场股票 19.1
美国国债 0.8	美国投资级债 6.1	黄金 12.8	美国股票 -4.4	美国投资级债 14.5	美国国债 8.0	美国投资级债 -1.0	欧洲股票 -14.5	美国投资级债 8.5	新兴市场美元债 5.7	新兴市场美元债 2.4	中国离岸投资级债 3.0	黄金 17.6
美国投资级债 -0.7	中国离岸投资级债 4.4	新兴市场美元债 9.3	新兴市场美元债 -4.6	新兴市场美元债 14.4	中国离岸高收益债 7.5	中国A股 -1.1	美国投资级债 -15.8	中国离岸投资级债 7.0	中国离岸高收益债 5.1	美国投资级债 2.3	新兴市场美元债 2.9	中国离岸高收益债 13.5
欧洲股票 -2.3	香港股票 4.3	美国高收益债 7.5	香港股票 -10.5	美国高收益债 14.3	美国高收益债 7.1	新兴市场美元债 -1.5	日本股票 -16.3	中国在岸债 (美元) 2.7	中国离岸投资级债 5.1	美国高收益债 1.0	原油 2.7	新兴市场美元债 8.6
香港股票 -3.9	日本股票 2.7	中国离岸高收益债 6.5	日本股票 -12.6	香港股票 13.0	中国离岸投资级债 6.6	新兴市场股票 -2.2	新兴市场美元债 -16.5	美国国债 4.1	中国在岸债 (美元) 4.9	日本股票 0.5	美国投资级债 2.4	美国投资级债 7.2
美国高收益债 -4.5	美国国债 1.0	美国投资级债 6.4	新兴市场股票 -14.2	中国离岸高收益债 12.7	欧洲股票 5.9	美国国债 -2.3	美国股票 -18.1	原油 -10.3	欧洲股票 2.4	原油 0.1	香港股票 2.9	美国高收益债 6.2
黄金 -10.9	欧洲股票 0.2	中国在岸债 (美元) 6.2	欧洲股票 -14.3	中国离岸投资级债 10.2	新兴市场美元债 5.9	黄金 -4.3	新兴市场股票 -19.7	中国A股 -10.9	美国投资级债 2.1	中国在岸债 (美元) 0.0	美国国债 1.0	美国国债 5.9
新兴市场股票 -14.6	中国在岸债 (美元) -5.2	中国离岸投资级债 4.4	原油 -19.6	美国国债 6.9	香港股票 -0.3	香港股票 -11.8	中国离岸高收益债 -22.5	香港股票 -10.5	美国国债 0.6	中国A股 -0.3	中国A股 0.2	中国在岸债 4.9
原油 -35.0	中国A股 -15.2	美国国债 2.3	中国A股 -27.5	中国在岸债 (美元) 3.4	原油 -21.5	中国离岸高收益债 -26.3	中国A股 -26.5	中国离岸高收益债 -12.0	原油 -3.1	美国股票 -4.3	中国离岸高收益债 -1.3	中国离岸投资级债 3.9

特朗普上台加大市场波动，一季度金价屡创新高， AI叙事支撑港股表现突出，财政支出憧憬利好经济下欧股跑出

2024年及2025年一季度各大类资产价格走势比较 (总回报)



- 我们年初建议重点关注的港股市场、黄金及美国国债在一季度表现突出；发达市场股、美股、加密货币表现弱势。
- 在今年年初，我们建议2025年“聚焦政治博弈及政策助力两大主线”。在过去的一季度，特朗普上台如预期加大市场不确定性，黄金价格屡创新高。春节期间DeepSeek的火爆出圈带来整个中国科技板块热度迅速升温，科技板块领涨下港股在一季度大涨**15%**。相反美股从2月份的高位回落，其中美科技股领跌。特朗普政府推动美俄关系缓和及俄乌停战谈判，欧洲地区财政国防支出提速憧憬刺激经济增速，欧股表现突出。

股市	一季度变动	债市	一季度变动
MSCI ACWI全球指数	(1.7%)	国债	
MSCI WORLD国际资本	(2.1%)	美国国债	2.9%
MSCI 新兴市场	2.4%	欧洲核心	(2.0%)
美国市场		英国金边债	0.4%
道琼斯	(1.3%)	日本国债	(2.7%)
标普500	(4.6%)	中国国债	(0.8%)
纳斯达克	(10.4%)	企业债	
欧洲市场		美国投资级	2.3%
MSCI 欧洲	7.2%	美国高收益	1.0%
STOXX 600	5.2%	欧洲投资级	(0.0%)
英国富时100	5.0%	欧洲高收益	0.5%
法国CAC 40	5.6%	英国投资级	0.3%
德国DAX 30	11.3%	新兴市场外币	2.1%
日本市场		新兴市场本币	3.3%
日本东证	(4.5%)	中资美元债	
日经225	(10.7%)	中资美元债	2.8%
亚太市场		中资美元债投资级	2.7%
MSCI 亚太除日本	1.4%	中资美元债高收益	3.9%
沪深300	(1.2%)	中国境内债	
恒生指数	15.3%	中国境内债	(0.7%)
澳洲ASX200	(3.9%)	中国境内企业债	0.0%
印度NIFTY	(0.5%)	货币	
台湾加权	(10.2%)	美元指数	(3.9%)
韩国KOSPI	3.4%	欧元/美元	4.5%
东盟市场		美元/日元	(4.6%)
MSCI 东盟	(2.2%)	英镑/美元	3.2%
新加坡STI	4.9%	美元/瑞郎	(2.5%)
印度尼西亚JCI	(8.0%)	澳元/美元	1.0%
泰国SET	(17.3%)	美元/在岸人民币	(0.6%)
马来西亚吉隆坡综指	(7.8%)	港币/美元	0.2%
菲律宾综指	(5.3%)	商品	
拉美市场		WTI原油期货	(0.3%)
MSCI 拉丁美洲	11.4%	布伦特原油期货	0.1%
巴西IBOV	8.3%	COMEX期金	18.2%
墨西哥综指	6.0%	COMEX期银	18.4%

2025年二季度投资主题： 当“美国不再例外”遇上“东升西落”

主线		观点/展望	投资机会
(1)	关税提高美国 衰退风险	❖ 美国关税极限施压战略明显，美国年中衰退概率后续关键看落地与执行的情况以及是否会有新增的政策 ❖ 美联储降息或将较为被动，美元指数在市场“衰退”交易逻辑下偏弱运行 ❖ 当前美股大幅震荡或将持续，特朗普的理想“政策三部曲”进度在加快，下半年美股或具备更为持续上行的条件 ❖ 关税对黄金的后续扰动可能在推高金价的同时，存在先高后低的节奏变化	黄金、 美国短期国债、 五年以下A评级 债券
(2)	地缘政治压力 下欧洲 “重新武装”	❖ 美国单方面与俄乌乌克兰谈判，引发欧洲国家普遍的安全焦虑，财政国防支出提速或提升其经济增速 ❖ 短期等待美国“美国衰退”叙事的演绎，在德国“不惜一切代价”的国防支出扩张和俄乌谈判有所进展的情况下看好欧股军工板块	欧股及 欧股军工板块
(3)	AI及 政策引领中国 资产价值重估	❖ 关税影响下中国政策发力时点可能提前 ❖ DeepSeek出现带动AI资本开支，中长期提高内地经济增速中枢 ❖ 美国衰退预期交易延长了中国资产春季躁动的窗口期，聚焦A股、港股的核心资产 ❖ 等待外部风险落地之后，中国科技板块仍然看俏	中港股市及 政策利好板块

2025年二季度投资主题一：关税提高美国衰退风险

主线一	观点/展望	投资机会
关税提高 美国衰退风险	❖ 美国关税极限施压战略明显，美国年中衰退概率后续关键看落地与执行的情况以及是否会有新增的政策 ❖ 美联储降息或将较为被动，美元指数在市场“衰退”交易逻辑下偏弱运行 ❖ 当前美股大幅震荡或将持续，特朗普的理想“政策三部曲”进度在加快，下半年或具备更为持续上行的条件 ❖ 关税对黄金的后续扰动可能在推高金价的同时，存在先高后低的节奏变化	黄金、 美国短期国债、 五年以下 A评级债券

- 2025年4月3日，美国总统特朗普签署两项关于“对等关税”的行政令，并宣布美国对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”。对中国征收的关税是在之前20%关税的基础上征收，这意味着对中国的实际关税税率为 54%，该政策高于此前市场中性预期。
- 4月4日中国公布一系列应对反制措施，自4月10日起，对原产于美国的所有进口商品加征34%关税。4月8日白宫发言人称，北京时间4月9日中午12:01起，美国对中国关税的累计总税率将达到104%。
- 4月9日，中国宣布对原产于美国的进口商品加征关税税率从34%提高至84%，4月10日起生效。随后，特朗普将多数国家的高额关税暂缓90天执行，唯独将对华关税进一步上调至125%，即日生效。

特朗普 (4月3日) 展示的双边关税情况

国家/地区	(美方认为) 对美国关税	(美方认为) 美国折扣优惠关税	差额
中国大陆	67%	34%	33%
欧盟	39%	20%	19%
越南	90%	46%	44%
中国台湾	64%	32%	32%
日本	46%	24%	22%
印度	52%	26%	26%
韩国	50%	25%	25%
泰国	72%	36%	36%
瑞士	61%	31%	30%
印尼	64%	32%	32%
马来西亚	47%	24%	23%
柬埔寨	97%	49%	48%
英国	10%	10%	0%
南非	60%	30%	30%
巴西	10%	10%	0%
孟加拉国	74%	37%	37%
新加坡	10%	10%	0%
以色列	33%	17%	16%
菲律宾	34%	17%	17%
智利	10%	10%	0%
澳大利亚	10%	10%	0%
巴基斯坦	58%	29%	29%
土耳其	10%	10%	0%
斯里兰卡	88%	44%	44%
哥伦比亚	10%	10%	0%
秘鲁	10%	10%	0%
尼加拉瓜	36%	18%	18%
挪威	30%	15%	15%
哥斯达黎加	17%	10%	7%
约旦	40%	20%	20%
多米尼加	10%	10%	0%

资料来源：白宫，中信证券整理 (注：表中双边关税数据为美方观点)

特朗普 (4月3日) 展示的双边关税情况

国家/地区	(美方认为) 对美国关税	(美方认为) 美国折扣优惠关税	差额
阿联酋	10%	10%	0%
新西兰	20%	10%	10%
阿根廷	10%	10%	0%
厄瓜多尔	12%	10%	2%
危地马拉	10%	10%	0%
洪都拉斯	10%	10%	0%
马达加斯加	93%	47%	46%
缅甸	88%	44%	44%
突尼斯	55%	28%	27%
哈萨克斯坦	54%	27%	27%
塞内加尔	74%	37%	37%
埃及	10%	10%	0%
沙特阿拉伯	10%	10%	0%
萨尔瓦多	10%	10%	0%
科特迪瓦	41%	21%	20%
老挝	95%	48%	47%
博茨瓦纳	74%	37%	37%
特立尼达和多巴哥	12%	10%	2%
摩洛哥	10%	10%	0%
摩尔多瓦	61%	31%	30%
安哥拉	63%	32%	31%
刚果金	22%	11%	11%
亚美尼亚	10%	10%	0%
莫桑比克	31%	16%	15%
巴拉圭	10%	10%	0%
赞比亚	33%	17%	16%
黎巴嫩	10%	10%	0%
坦桑尼亚	10%	10%	0%
伊拉克	78%	39%	39%
尼日利亚	27%	14%	13%
纳米比亚	42%	21%	21%
文莱	47%	24%	23%
玻利维亚	20%	10%	10%
巴哈马	10%	10%	0%

特朗普 (4月3日) 展示的双边关税情况

国家/地区	(美方认为) 对美国关税	(美方认为) 美国折扣优惠关税	差额
格鲁吉亚	10%	10%	0%
塞内加尔	10%	10%	0%
阿塞拜疆	10%	10%	0%
喀麦隆	22%	11%	11%
乌干达	20%	10%	10%
阿尔巴尼亚	10%	10%	0%
亚美尼亚	10%	10%	0%
尼泊尔	10%	10%	0%
圣马丁岛	10%	10%	0%
福克兰群岛	82%	41%	41%
加蓬	10%	10%	0%
科威特	10%	10%	0%
汤加	10%	10%	0%
苏里南	10%	10%	0%
伯利兹	10%	10%	0%
阿尔及利亚	59%	30%	29%
阿曼	10%	10%	0%
乌拉圭	10%	10%	0%
巴哈马	10%	10%	0%
索马里	99%	50%	49%
乌克兰	10%	10%	0%
巴林	10%	10%	0%
卡塔尔	10%	10%	0%
毛里求斯	80%	40%	40%
斐济	63%	32%	31%
冰岛	10%	10%	0%
肯尼亚	10%	10%	0%
列支敦士登	73%	37%	36%
圭亚那	76%	38%	38%
海地	10%	10%	0%
波斯尼亚和黑塞哥维那	70%	35%	35%
委内瑞拉	29%	15%	14%
北马其顿	65%	33%	32%
埃塞俄比亚	10%	10%	0%
加纳	17%	10%	7%

■ 我们认为当前的关税政策更多是美方谈判技巧：

- 一是极限施压，给予超预期压力和各国极短应对时间，**确保 10%的全面关税加征达成，同时还换取其他贸易出口国退让；**
- 二是群体博弈，让众多国家彼此观望，如果有国家率先妥协，也会使得其他国家加速谈判。**预计后续不少国家实际加征的关税将有所降低，并且不少行业和企业会被豁免，事件的反复还会增多，但大的方向难以逆转。**

部分国家或地区“对等税率”及其回应

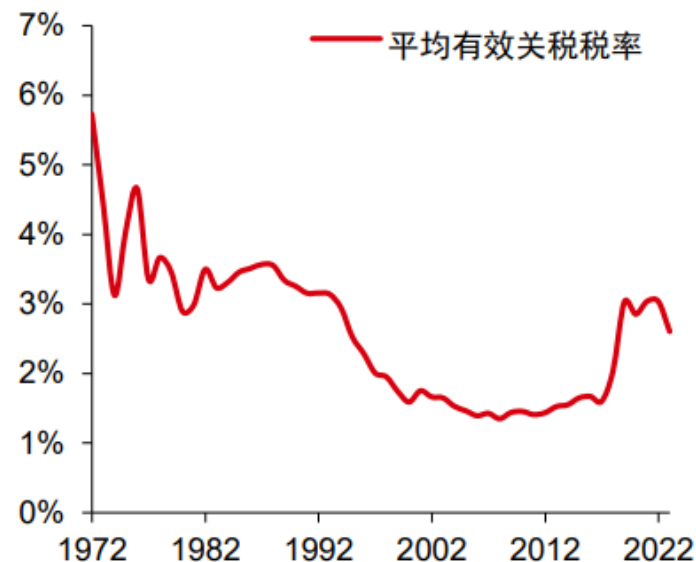
国家或地区	回应措辞及实际举措
中国大陆	外交部发言人称对此坚决反对，将采取必要措施坚定维护自身正当利益。已采取对原产于美国的所有进口商品加征 34%关税等多项反制措施。
欧盟	欧盟已准备好对特朗普征收的 20%关税进行报复，但会首先寻求达成协议。
越南	越南准备将关税降至零，并要求美国也这样做。
中国台湾地区	关税“强烈不合理”，并高度遗憾，后续将与美国严正交涉。
日本	极为遗憾，强烈要求免除，考虑报复。
印度	正在积极评估影响，倾向通过外交途径协商改善贸易条件
韩国	将与美谈判以尽量减少关税影响，将支援受损行业、开发新出口市场。
泰国	短期内重点将在于通过谈判尽量减轻对泰国出口企业的负面影响。
马来西亚	政府不考虑采取反制措施，而是正在积极与美国接洽。
柬埔寨	提出协商请求，即日起将 19 类美国进口产品的关税，由最高的 35%下调至 5%。同时希望美国可暂缓相关措施的实施。
英国	将就对美国实施报复性关税启动为期一个月的咨询程序，以回应美方近期对英国出口商品采取的贸易限制措施。
巴西	正在评估所有可能反制措施，态度较为谨慎强调“冷静理智”，致力于通过谈判解决，未表现出直接报复倾向。
新加坡	已决定不征收报复性关税。
以色列	宣布取消所有对美关税。美国国务卿鲁比奥与以色列总理内塔尼亚胡通话，讨论关税问题。
菲律宾	积极寻求对话，争取在未来谈判中获得更优惠条件。
澳大利亚	不会采取报复性关税对等反制，将寻求谈判豁免。

资料来源：央视新闻，环球时报，联合早报，中信证券

美国年中衰退概率取决于关税力度

- 后续关键看落地与执行的情况，以及是否会有新增的政策。
- 假设不会有谈判减免的情况，结合先前施加的关税，这可能使美国的实际关税率增加至少**20%**。这将进一步推高通胀，损害美国经济增长，持续的政策不确定性将进一步抑制信心，股市疲软的溢出效应以及来自贸易伙伴的报复措施都将增加增长的阻力。
- 我们初步估计（基于4月3日公布的关税），美国的经济增长将因此削减大约**0.7-1.0**个百分点的实际GDP增长，对美国PCE平减指数的累计提振幅度或会高达**1.65**个百分点，尽管这可能略少，因为企业可能难以将所有关税上涨的成本转嫁给消费者，衰退风险也显著上升。
- 我们预计中国4月4日宣布的对美反制措施（**34%**关税）将对美国商品出口额外构成约**4.7%**的拖累、对美国GDP构成约**0.3**个百分点的拖累。

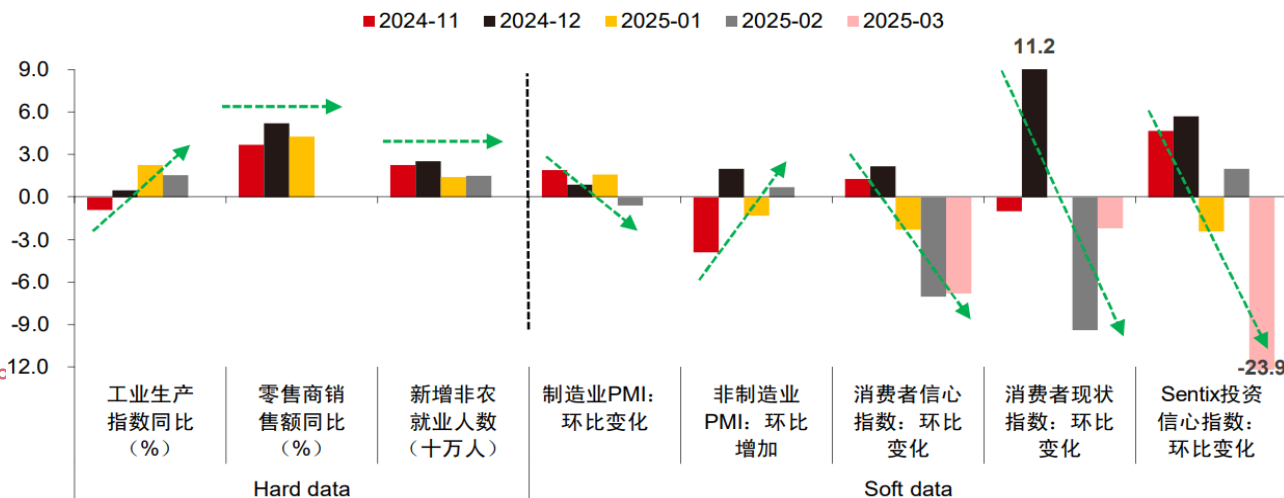
美国平均有效关税税率



资料来源：新华社，白宫，CNN，NBC News，中信证券

- 我们认为当前“暂时性通胀 + 经济增长较弱 + 不确定性高”的组合对应点阵图显示的年内 2 次降息，三者中任何一者朝着美联储预期的反向变化理论上都会数削减，导致市场预期的改变。
- 特朗普大超预期的“对等关税”落实了“经济增长较弱”和“不确定性高”，**美联储无法分辨关税将把通胀引向何方，鲍威尔仍然坚持着“暂时通胀论”，但显然信心较 3 月 FOMC 会议时有所减弱，出于控制通胀预期的目的，鲍威尔发表了鹰派的讲话，对市场来说这无疑是雪上加霜，美联储没有表现出类似于 2019 年 8 月对贸易政策的不确定性进行风险管理预防式降息的意图，这一次美联储把通胀风险放在了经济增长压力的前面。**
- 市场预期年内美联储降息次数为 3 次。考虑特朗普关税落地后将在一季度后的美国通胀中显现，并且市场通胀预期已经在今年一季度明显上升，**因此轮美联储降息或将较为被动，或会在就业等经济数据明显恶化后才重启降息。**

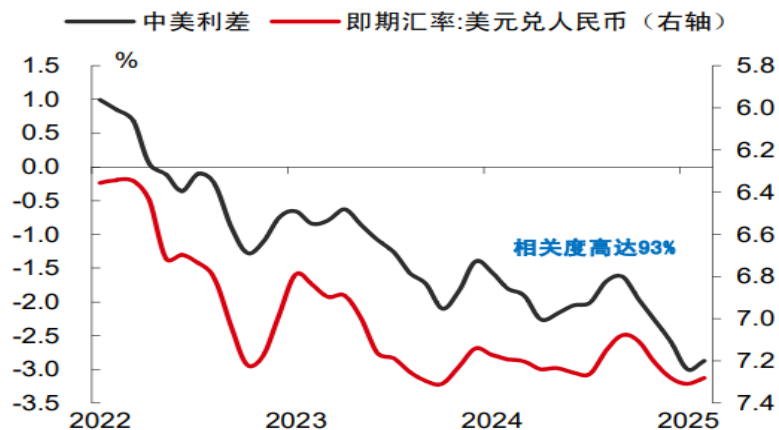
美国的“硬数据”依然强劲，只是“软数据”有所分化



美元指数在市场“衰退”交易逻辑下偏弱运行

- 关税压力下中国经常性账户韧性受到挑战，汇率面临基本面压力。但**美元指数在市场“衰退”交易逻辑下偏弱运行，一定程度缓解人民币汇率的外部压力**。中长期视角关注中国内地政策发力情况以及潜在的中美展开经贸磋商对于人民币汇率的支撑。

2022年以来中美利差和人民币汇率的相关性高达 93%

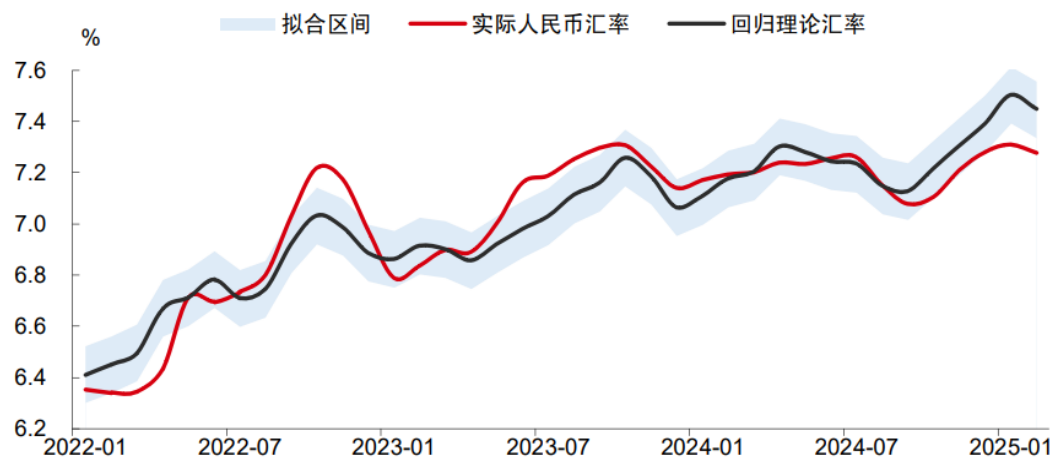


资料来源: Wind, 中信证券

注: 中美利差为中国和美国的十年期国债收益率之间的差值

中美利差视角反映当前人民币的均衡汇率

- 从资金流动和投资需求看，测算中美利差和风险溢价等实操视角下的汇率运行分别均衡汇率可能在 7.4-7.6 (中枢7.5) 和 7.35，两者均反映短期汇率可能仍有贬值压力。
- 从汇率决定理论来看，我们测算和比较后认为均衡模型 (BEER) 行为均衡模型效果更好，测算结果显示人民币均衡汇率可能在 7.3-7.4 之间。

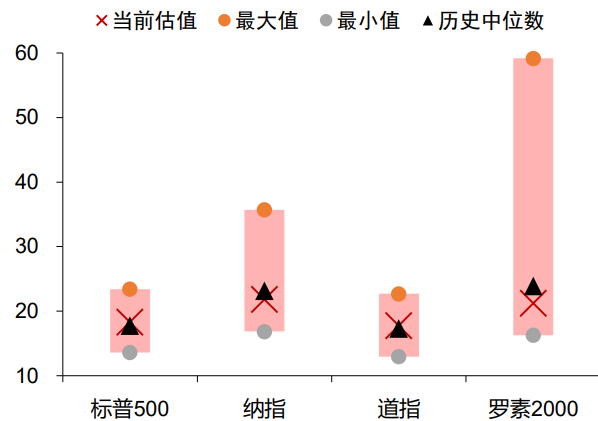


资料来源: Wind, 中信证券

当前美股大幅震荡或将持续...

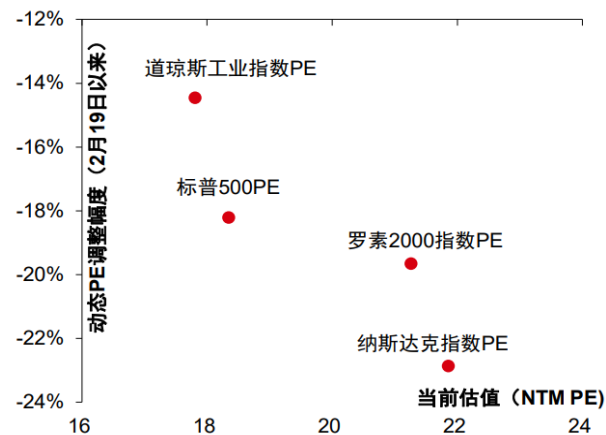
- 短期看，特朗普正以极限施压策略换取更大利益，后续关注各国协商进展和行业豁免情况。
- 自美国政府公布其所谓的“对等关税”政策后，美股主要宽基指数持续走低，罗素2000指数、纳斯达克综指以及纳斯达克100指数均曾陷入熊市区间。未来特朗普政府关税政策出现反复的可能性依然较大。
- 从美国企业进出口的维度，信息技术、原材料、医疗保健、可选消费及工业行业预计将受到关税政策的较大影响。
- 鉴于贸易问题对美国宏观经济及企业基本面带来的不确定性可能导致业绩预期进一步下调
- 短期内我们判断防御属性强的必选消费，高股息的传统公共事业，以及海外收入占比较低的医疗保健标的仍将继续跑赢。

截至4月4日美股宽基指数估值水平



资料来源：Bloomberg、中信证券；截至 2025/04/04

截至4月4日美股宽基指数估值水平变动情况

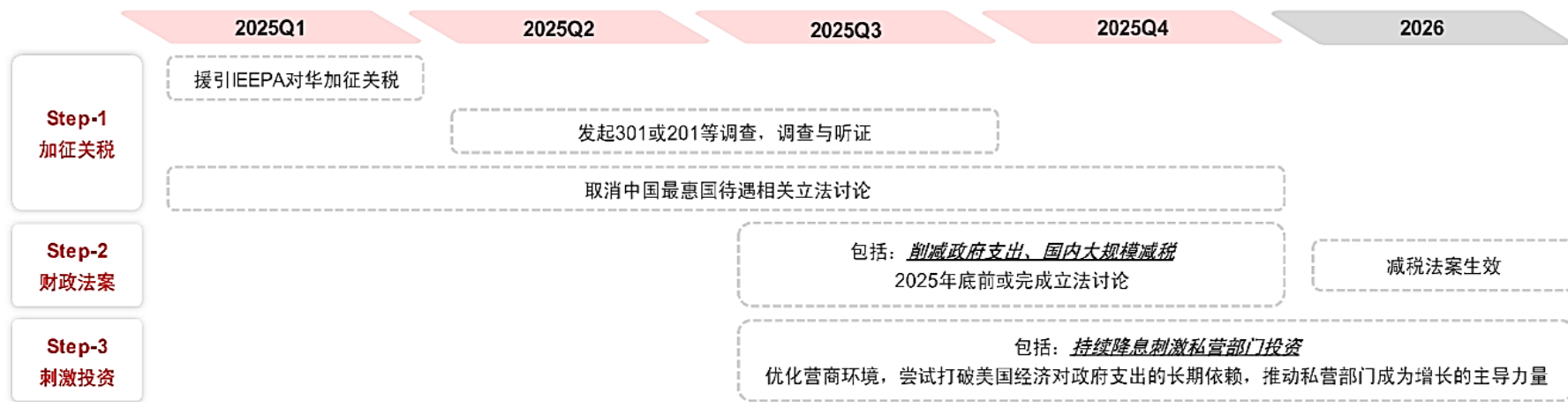


资料来源：Bloomberg、中信证券

...特朗普的理想“政策三部曲”进度在加快...

- 根据民调机构益普索的民意调查，特朗普的支持率已经降至**43**)，这是其重返白宫以来的最低水平，如果叠加滞胀乃至衰退压力快速加大，**美国经济刺激与外交缓和的政策时点也可能提前**。
- 我们梳理对比了历届美国民调数据，**发现选民对新总统的无条件支持“蜜月期”通常可维持至上任当年的5月，而围绕中期选举的准备通常在当年11-12月展开**。
- 为了在**2026**年中期选举中保住参议两院，中期选举之前，特朗普比较理想的政策三部曲是：加征关税—**削减政府支出、国内大规模减税** (财政法案)—持续降息刺激私营部门投资。在**2026**年中期选举之前，**特朗普的理想政策路径应是短期内让负面政策快速落地，随后冲击逐步收敛，并推出减税等正面政策，确保经济在二季度逐步回暖，年底前回归强势**。

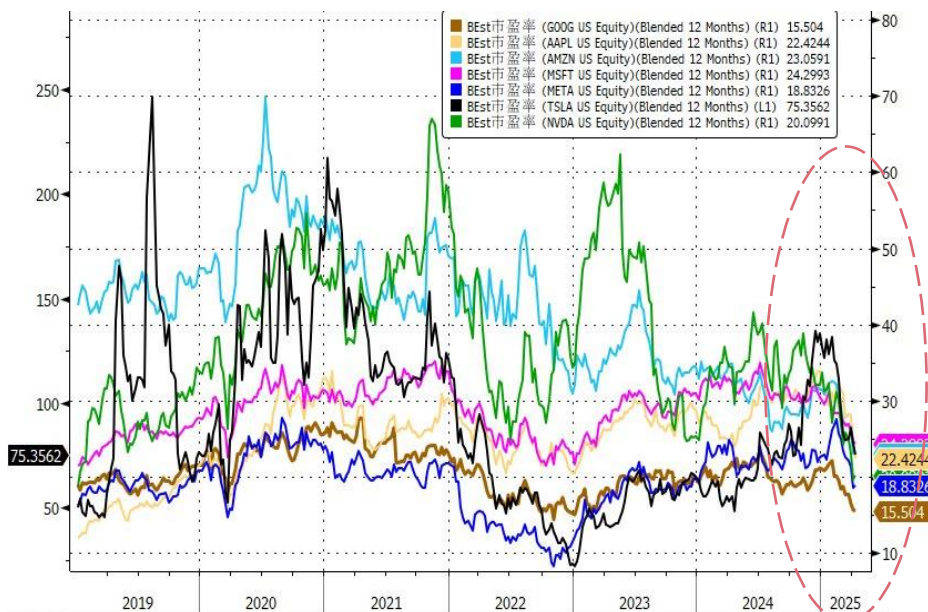
特朗普政策的“理想三部曲”需要在 16 个月内基本完成



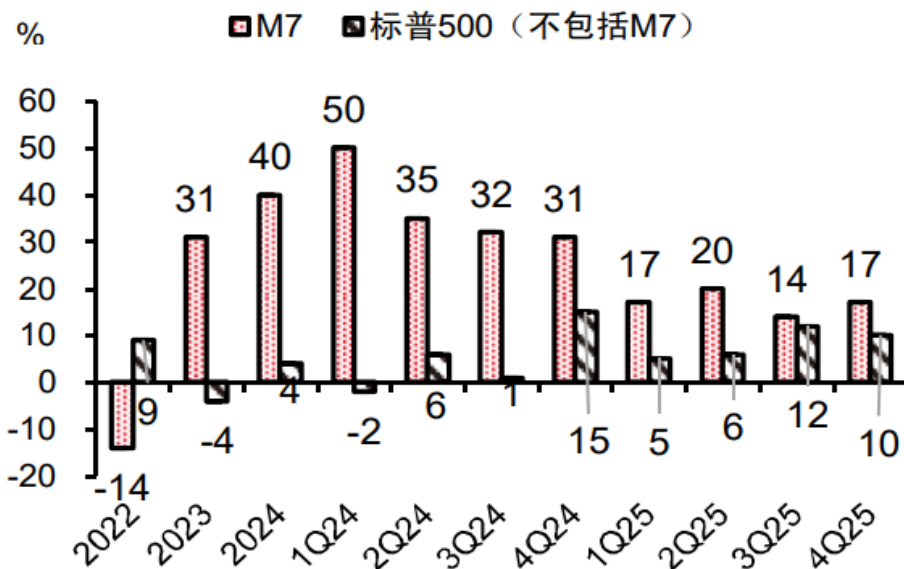
...下半年或具备更为持续上行的条件

- 中期维度，仍需警惕特朗普引发的全球贸易摩擦是否会升级，美国宏观基本面和美联储货政立场会如何演变，以及年中即将来临的财政X-date等问题或阶段性对美股造成的扰动。
- 待关税/贸易政策、美联储的应对立场和美国宏观基本面等问题明朗化，且估值溢价也被较为充分地消化后，我们判断美股在下半年或具备更为持续上行的条件，前期跌幅较大且增速依旧较高的科技股或迎来技术性反弹。

美股科技M7的12个月动态市盈率



美股盈利复苏预计将从龙头科技股扩散



美国国债走势震荡，注意仓位缩短久期

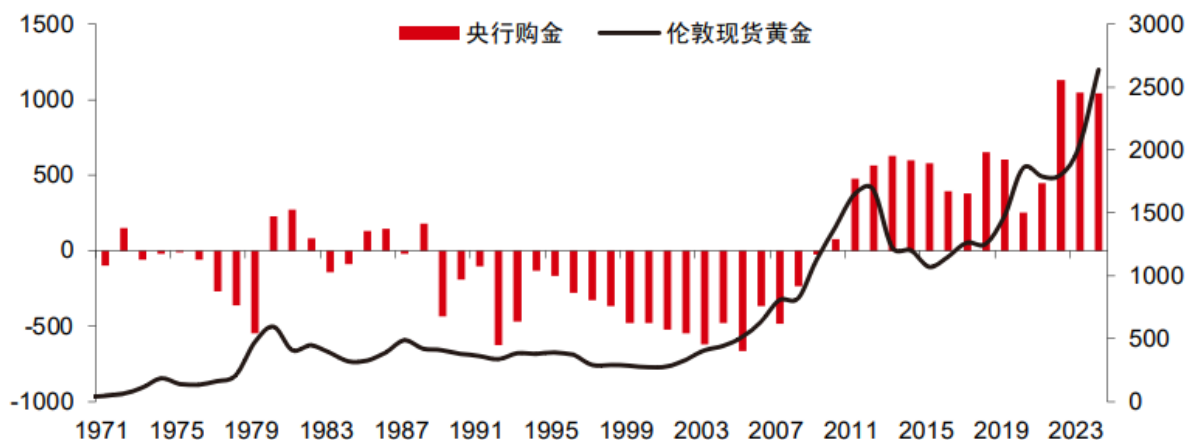
- 近期受到避险需求推动，十年期美债收益率跌破4%关键水平，一度到达3.84%，为去年10月以来最低位。4月9日有消息称日本和中国在减持美债，远端美债收益率大幅上涨30-40基点。
- 中美关税贸易争端引发市场剧烈波动，目前市场不确定因素较多，避险产品是尚佳投资选择。美债大涨之后，仍然会受到股市和关于贸易谈判的消息影响；中长期来看，关税带来的通胀影响也仍是未知数。
- 4月7日的“黑色星期一”之后，市场普遍认为美国经济正在走弱，未来数月可能持续放缓，或已步入衰退期，美国政策隐忧与不确定性有待观察。
- 目前市场波动剧烈，建议配置在短久期的美债。长久期的美债或将持续波动，等待市场稳定后再重新考虑配置策略。



关税对黄金的后续扰动可能在推高金价的同时， 存在先高后低的节奏变化

- 4月4日，金价在“对等关税”宣布后亦出现冲高回落，我们认为主要是由于关税加剧了美国 and 全球经济衰退的担忧，继而引发全球风险资产的回撤并在一定程度上波及黄金。
- 尽管流动性担忧短期挫伤金价，黄金市场可能有较大波动，但金价的长期配置价值显著，**预计欧美ETF、全球央行以及避险资金等多方势力的择时参与仍将为金价高位运行提供坚实支撑**，未来随着“对等关税”进一步加剧美国通胀压力以及经济衰退担忧，**美国经济的“滞胀”风险不容忽视**，**美联储若重新转向宽松将进一步打开金价向上空间**。
- “对等关税”落地后美元指数亦出现有悖于市场预期的下挫，反映美国逆全球化举措进一步损害美元信用，黄金作为储备资产的地位有望进一步提升。
- 中性情形假设为：其他国家对我发起贸易反制、美方再加码关税避险资产如黄金可能是继续上行，而后在不确定性消退、关税稳定后回调的节奏。

2024 年全球央行净购金仍然维持在高位 (吨, 美元/盎司)



资料来源：世界黄金协会，中信证券

2025年二季度投资主题二：地缘政治压力下欧洲“重新武装”

主线二	观点/展望	投资机会
地缘政治压力下欧洲“重新武装”	❖ 美国单方面与俄乌乌克兰谈判，引发欧洲国家普遍的安全焦虑，财政国防支出提速或提升经济增速 ❖ 短期等待美国“美国衰退”叙事的演绎，在德国“不惜一切代价”的国防支出扩张和俄乌谈判有所进展的情况下看好欧股军工板块	欧股及欧股军工板块

美国单方面与俄乌乌克兰谈判， 引发欧洲国家普遍的安全焦虑

- 2025年3月28日，普京提出由联合国主导在乌克兰建立临时管理机制的方案，主张通过多边合作推动乌克兰重新选举，继而与俄方签署国际认可的和平条约。该提议遭到美国白宫国家安全委员会明确反对。据《金融时报》等披露，特朗普政府最新草案要求乌克兰将自然资源项目及相关基础设施收入的50%注入美乌基金，美国有权获得全部利润，并需优先偿还美国提供的千亿美元援助及4%年息。
- 俄乌冲突逐渐结束的趋势较为确定，但是过程仍将较为波折，近期谈判进程再次陷入较大分歧，通过军事行动增加谈判筹码的方式或仍时有发生。
- 实质上来看，俄罗斯与美西方（包括乌克兰）在乌克兰加入北约问题、北约东扩问题上存在实质性的分歧，年内彻底实现停火仍存在较大不确定性。
- 美国副总统万斯在慕尼黑安全会议上强烈抨击其欧洲盟友，并且特朗普在俄乌问题上主张美国分别单方面与俄罗斯、乌克兰谈判，并将欧洲排除在外。由此引发欧洲国家普遍的安全焦虑以及大幅提高国防支出的计划。

欧洲国家提高国防支出的计划

重新武装欧洲 ReArms EU
2025.3.4 8000亿欧元

德国 “Whatever it takes”
2025.3.4 约1万亿欧元

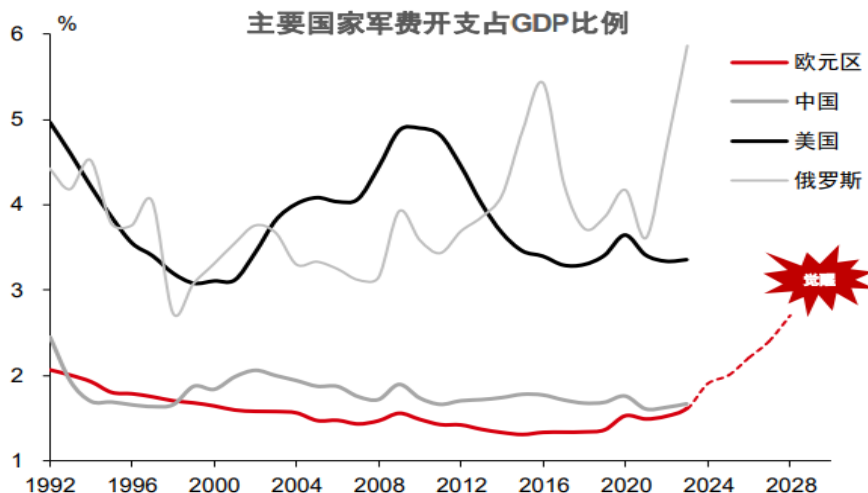
2030战备状态 ReadinessEU
2025.3.19

资料来源：中信证券

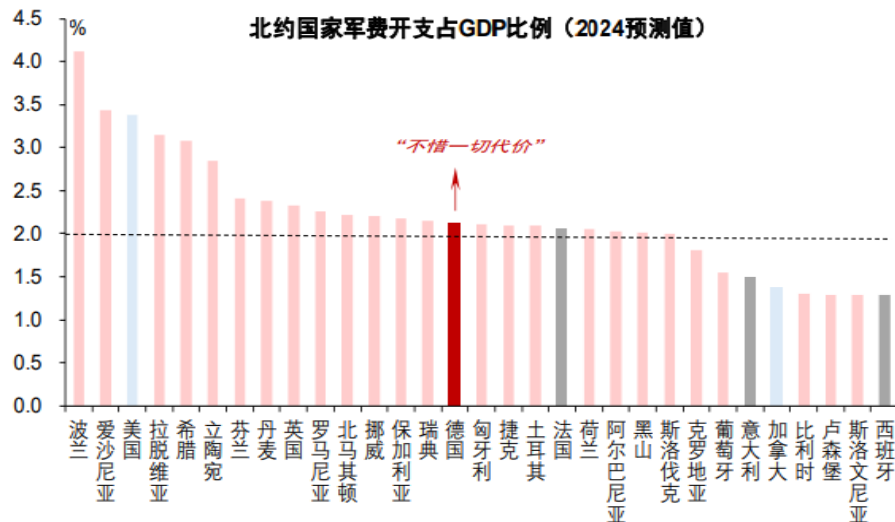
“重新武装欧洲”财政国防支出提速

- 目前北约中欧洲成员国的军费占 GDP 比重徘徊在 1-2% 左右，法国、德国等核心国家均不足 2%，仍有提升空间。若按照基准情形，欧洲北约国家将军费开支提至 2% 基准线；据乐观情形下将军费开支占比或提升至 3%。
- 从战略层面来看，俄乌冲突的持续发酵深刻重塑欧洲安全认知，北约持续兜售恐俄情绪，要求欧洲北约国家进一步提高军费开支，以波罗的海三国和波兰为代表的东部前沿国家率先响应特朗普号召，形成安全优先共识，欧洲各成员国也普遍认为需要加强自身防务能力建设以应对来自俄罗斯的军事威胁。

主要国家军费开支占 GDP 比例



北约部分国家仍未达到 2% 军费开支目标



- 从财政经济层面来看，德意法等北约大型经济体仍受制于财政约束与民意压力。当前欧洲经济正处于增长乏力的阶段性筑底阶段，制造业持续位于收缩区间，财政政策面临刺激经济复苏与满足防务开支倍增的双重压力，**大幅提高军费开支的预期仍面临现实因素的制约。**
- 美国极限施压策略使欧洲陷入战略悖论，既需维系北约集体防御机制应对俄罗斯威胁，又难以承受特朗普“北约退出论”胁迫下丧失防务自主权，这种依附性安全架构严重制约欧盟战略自主进程。同时跨大西洋价值观鸿沟持续扩大，**美方单边主义政策与欧洲多边主义传统形成根本性冲突，战略互信基础的动摇已实质性削弱欧洲响应军费动员的政治意愿。**
- 后续或需持续关注6月海牙北约峰会各成员国进一步磋商结果。

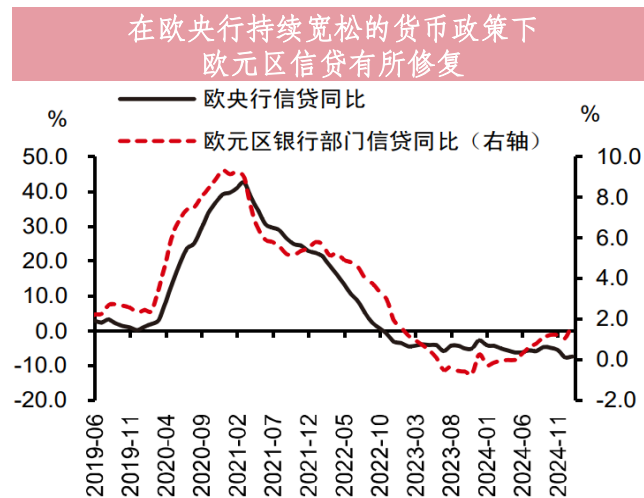
基于当前北约国家军费开支进行的测算

国家	2023e	2024e	基准情形		乐观情形		中长期	
			增至占GDP2%	需增加规模	增至占GDP3%	需增加规模	增至占GDP5%	需增加规模
阿尔巴尼亚	397	516	5	1	7	3	11	7
比利时	7622	8519	126	50	190	113	316	240
保加利亚	1992	2325	20	0	30	11	51	31
加拿大	27991	30495	/	/	/	/	/	/
克罗地亚	1441	1624	17	2	25	10	41	27
捷克	4538	6834	69	23	103	58	172	126
丹麦	8140	9940	81	0	122	41	204	122
爱沙尼亚	1238	1437	8	-4	12	0	21	8
芬兰	6266	7308	59	-4	89	26	148	85
法国	59379	64271	611	17	916	322	1526	933
德国	73138	97686	905	174	1358	627	2264	1532
希腊	6731	7684	48	-20	71	4	119	52
匈牙利	4360	4889	42	-1	64	20	106	63
意大利	33857	34462	460	122	690	352	1151	812
拉脱维亚	1254	1421	9	-4	13	1	22	9
立陶宛	2165	2300	16	-6	23	2	39	17
卢森堡	642	785	17	11	26	19	43	36
黑山	114	162	1	0	2	1	4	3
荷兰	16764	21460	231	63	346	179	577	410
北马其顿	267	353	3	0	4	2	7	5
挪威	8799	10606	97	9	146	58	243	155
波兰	26476	34975	162	-102	244	-21	406	141
葡萄牙	4241	4627	57	15	86	44	144	101
罗马尼亚	5605	8644	70	14	105	49	176	119
斯洛伐克共和国	2445	2841	27	2	40	15	66	42
斯洛文尼亚	914	949	14	5	21	12	35	25
西班牙	18875	21269	324	135	486	297	810	622
瑞典	9848	13428	117	19	175	77	292	194
土耳其	16614	22776	226	60	339	173	565	399
英国	76939	82107	676	-93	1015	245	1691	922
美国	875603	967707	/	/	/	/	/	/
北约欧洲国家	391214	476197	4500	489	6749	2739	11249	7238
北约全体	1294808	1474399	/	/	/	/	/	/

资料来源：NATO，中信证券

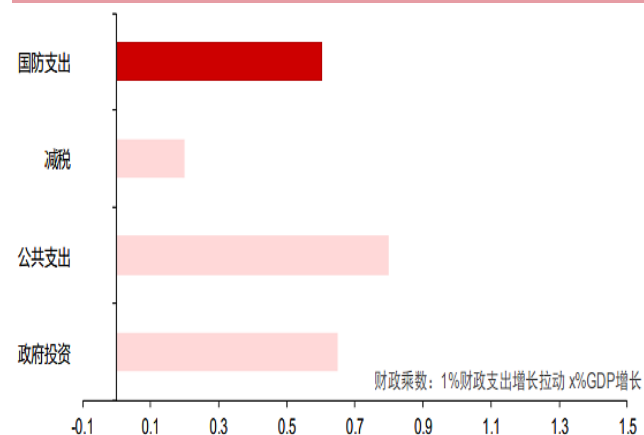
若全额实施国防开支计划， 欧盟经济增速提升预计达**0.6-1.4**个百分点

- 虽然欧盟在贸易领域略显被动，但并不意味着欧洲经济将雪上加霜，**欧洲经济能否有所起色取决于政策能在多大程度上刺激内需。**
- 若**(按上限标准)**欧盟每年增加**1.5%GDP**的国防支出，其**经济增速1-3年将获得约0.6%、1.0%和1.4%的提振**；预计欧元区实际GDP增速分别为：**2025年0.9%、2026年1.5%和2027年1.5%。**
- 特朗普政策不确定的情况下，欧央行需要延续“以我为主”的宽松货币政策，为欧元区经济增长提供确定性，我们预计**欧央行 2025 年内还有两次各 25基点的降息。**
- 我们预计 **10Y**德债利率在“不惜一切代价”和经济刺激举措下易上难下。
- **欧元在中期或缺乏进一步的升值动力。**
- 欧股相对吸引力有所提升，与**欧洲本土经济关联度更高的权益资产机会大于风险。**



资料来源：Wind，中信证券

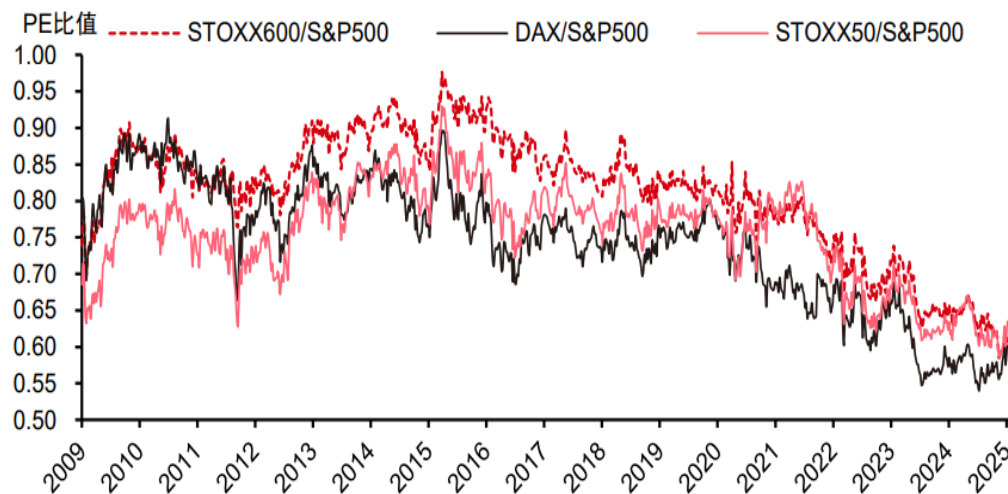
学术文献研究政府不同支出对应的财政乘数差异



资料来源：LSEG Datastream，Olejnik (2023) “Short-run multiplier effects of military expenditures in NATO's Eastern Flank countries in 1999–2021”，中信证券

- 与美股相比，欧股信息技术板块占比较低 (欧洲 STOXX600 中占比为 9%)，不易受到类似 DeepSeek 事件的冲击，向后展望，欧股受到中美在 AI 领域的竞争影响较小。
- 欧央行降息将提振估值 (我们预计在 4 和 6 月各降 25 基点后维持存款便利利率于 2%)，叠加增支计划或会阶段性支撑欧元，而欧股与美股相比明显“便宜”。另外，尽管德国历史性扩大财政支出计划使 10Y 德债利率短期大幅上行，但利率上升是定价德国刺激经济增长，“良性”的利率上行预计不会对欧股估值造成压力。

欧股相对美股估值已较 2024 年明显抬升，但处于金融危机后 11% 分位数水平

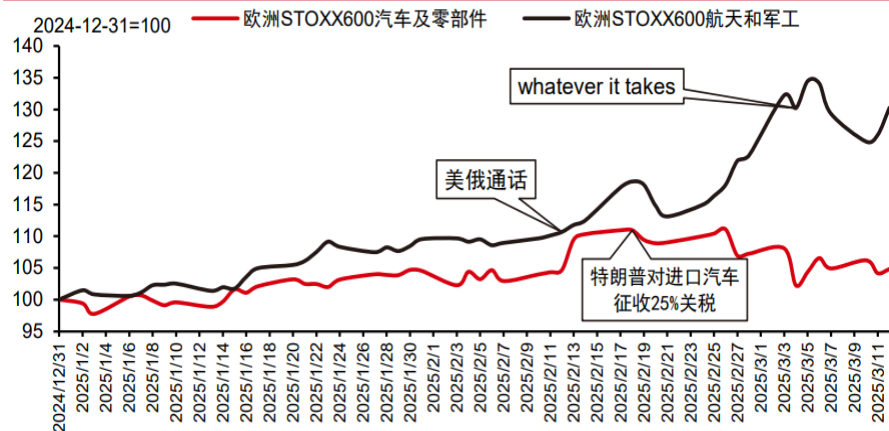


资料来源：LSEG，中信证券

短期等待美国“美国衰退”叙事的演绎 关注欧股军工板块及与欧洲本土经济关联度更高的股票

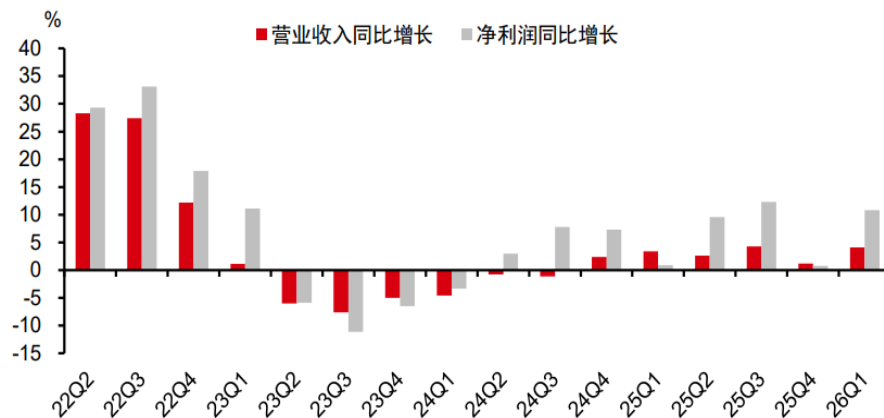
- 欧元区政策组合拳预计将刺激经济，整体盈利有望增长。
- 我们预计汽车股受到特朗普关税影响波动较大，军工股受到俄乌停战推进和德国增加国防开支催化，同时市场预期发生较强变化后建议关注欧洲本土经济关联度更高的股票。
- 当前等待经济数据好转、主动资金流入及美国“美国衰退”叙事的演绎。

欧股军工股和汽车股受政策影响较大



资料来源：LSEG，中信证券 注：24Q4 及以后为 LSEG 一致预期

STOXX600 盈利增长情况及预期



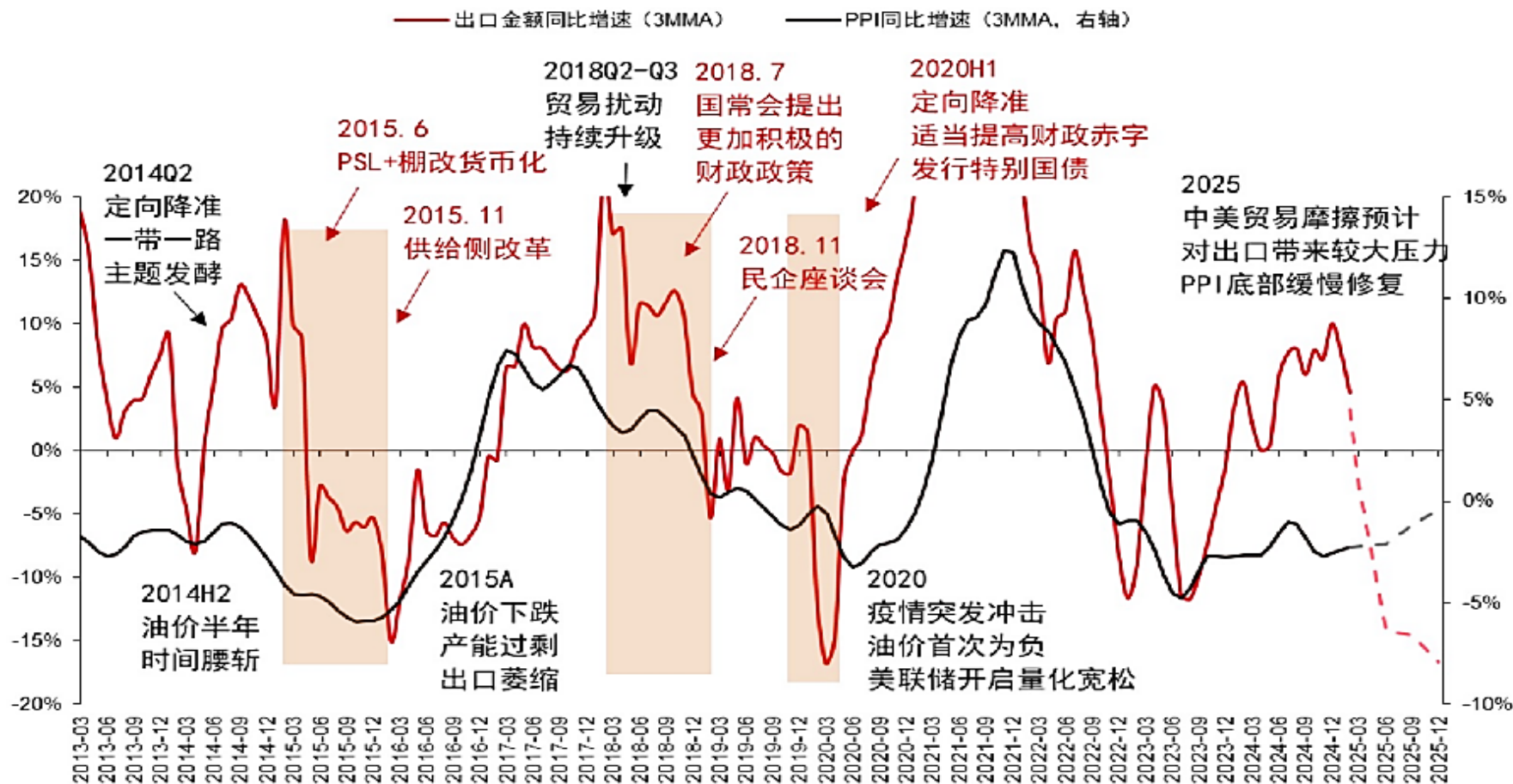
资料来源：LSEG，中信证券 注：24Q4 及以后为 LSEG 一致预期

主线二	观点/展望	投资机会
AI及政策 引领中国资产 价值重估	❖ 关税影响下中国政策发力时点可能提前 ❖ DeepSeek出现带动AI资本开支，中长期提高内地经济增速中枢 ❖ 美国衰退预期交易延长了中国资产春季躁动的窗口期，聚焦A股、港股的核心资产 ❖ 等待外部风险落地之后，中国科技板块仍然看俏	中港股市及 政策利好板块

- 考虑到特朗普或加速推进关税落地和缩减财政开支，美国在年中出现经济衰退的风险还在提高。
- 基于4月3日的关税假设，极端静态假设下，特朗普新增的 54%关税对中国内地今年出口和 GDP 的年化增速拖累分别为 8.2 和 0.9 个百分点。
- 当前因关税加征已现出口隐忧，来自外部的关税风险可能 会使经济增速从二季度开始面临一定下行压力，年中美国经济走弱叠加关税压力加大，可能会出现**2013**年以来第四次总量型政策刺激：
 - 1) 2015年出口增速快速下滑之后，政策出台PSL棚改货币化+供给侧改革的组合拳，带来2016年之后经济的快速复苏；
 - 2) 2018年受贸易摩擦等因素影响，国内出台“六保六稳”，政策更加积极；
 - 3) 2020年受全球疫情影响，海外开启货币宽松模式，中国在增加财政赤字后又发行特别国债。
- 外部冲击加剧，国内政策对冲的时点或将提前、力度或将加码。

只有足够大的外部压力才能催生超预期的内需刺激， 带来向上叙事弹性

2013年以来出口面临压力的阶段复盘(虚线代表预测数据)



DeepSeek出现带动AI资本开支， 内地2025年GDP中性假设下增加0.06-0.15个百分点

- DeepSeek 带来的模型平权推动AI应用、云计算市场景气度上行，有望带来算力基础设施的旺盛需求，推动资本开支增长。当前国内厂商的资本开支占收比显著低于海外云厂商，AI应用爆发有望驱动资本开支上行。
- 中信证券研究部互联网组预计，中性假设下2025年国内代表性厂商资本开支合计有望达到44%左右的同比增速，合计增量1,498亿元，约占GDP的0.11个百分点；在乐观/悲观预期下，资本开支增速分别为62%/24%，合计增量分别2,144/822亿元，分别约占GDP的0.15个百分点/0.06个百分点。

2025 年国内代表性厂商资本开支预测 (亿元，中观假设)

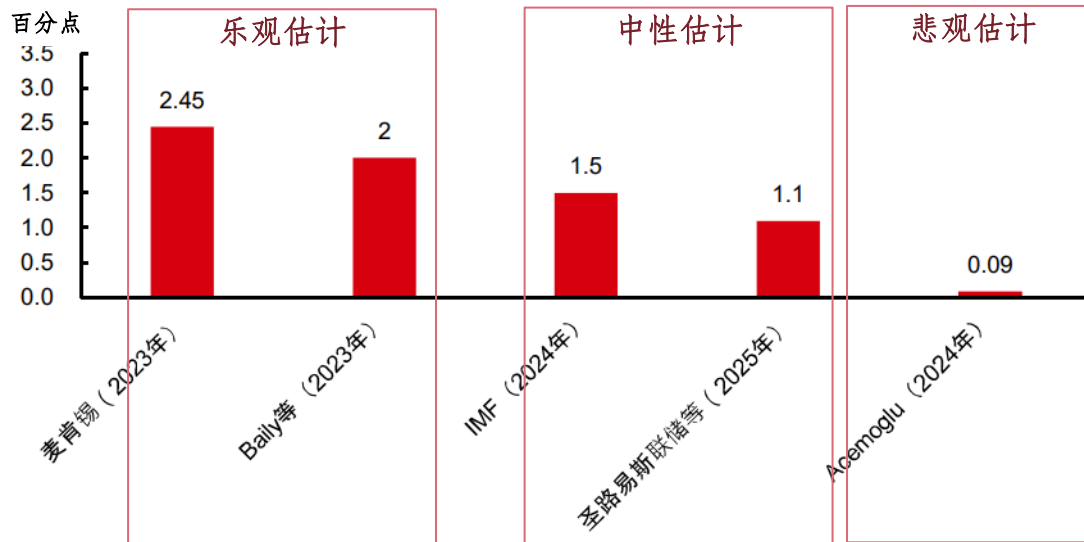
	2021	2022	2023	2024E	2025E	YoY	净增加 (亿元)
阿里	442	484	239	708	1108	56%	400
腾讯	334	180	343	768	1173	53%	406
字节	/	/	600	850	1400	65%	550
百度	106	81	112	81	90	11%	9
美团	90	57	69	79	91	15%	12
快手	78	46	49	70	84	20%	14
中国移动	/	335	391	371	373	1%	2
中国电信	173	271	355	370	407	10%	37
中国联通	75	124	89	141	160	13%	19
合计	/	1579	2247	3438	4936	44%	1498

资料来源：各公司财报，Wind，中信证券；注：三大运营商为算力相关资本开支

中长期AI或提高内地经济增速中枢1-2个百分点

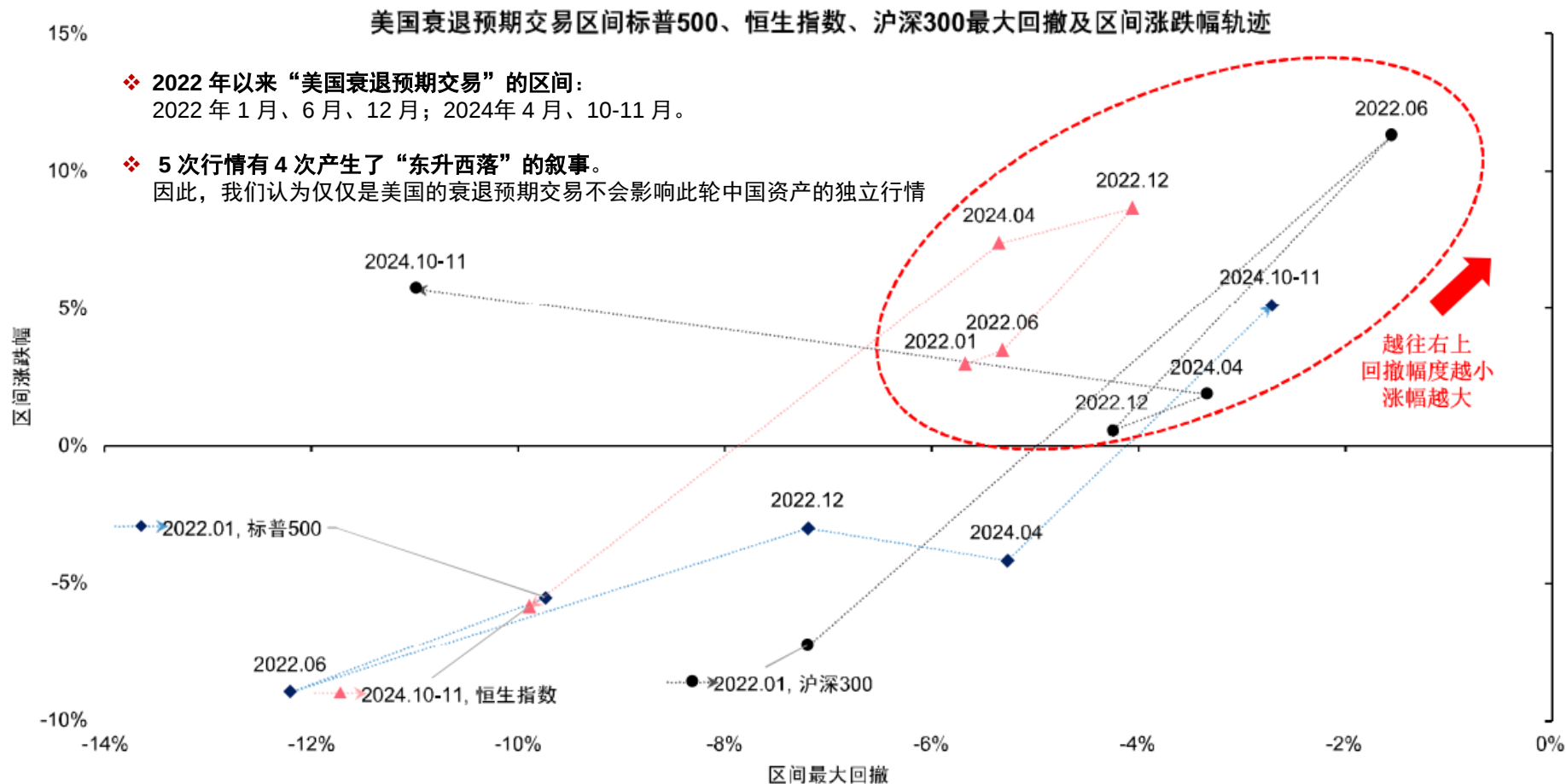
- 本轮AI资本开支规模可能类似于2021-2022年的新能源资本开支水平，成为传统经济周期的额外拉动因素，并逐步提升其他行业的生产效率。
- 目前学术界对AI提振生产力的估计存在较大差异，不过多数估计可以每年提升生产率1-2个百分点左右。中长期来看，根据过去几轮技术革命经验，AI革命有望通过提高全要素生产率的方式提振1-2%的经济增速，但可能降低单位GDP增长提供的就业岗位数量。
- 行业维度上，我们用AI渗透度和AI弹性两个维度尝试刻画各个行业的受益程度，信息、教育、金融、制造和大健康或是受益最多的行业。

部分研究关于AI对年度生产率/GDP拉动效果的测算

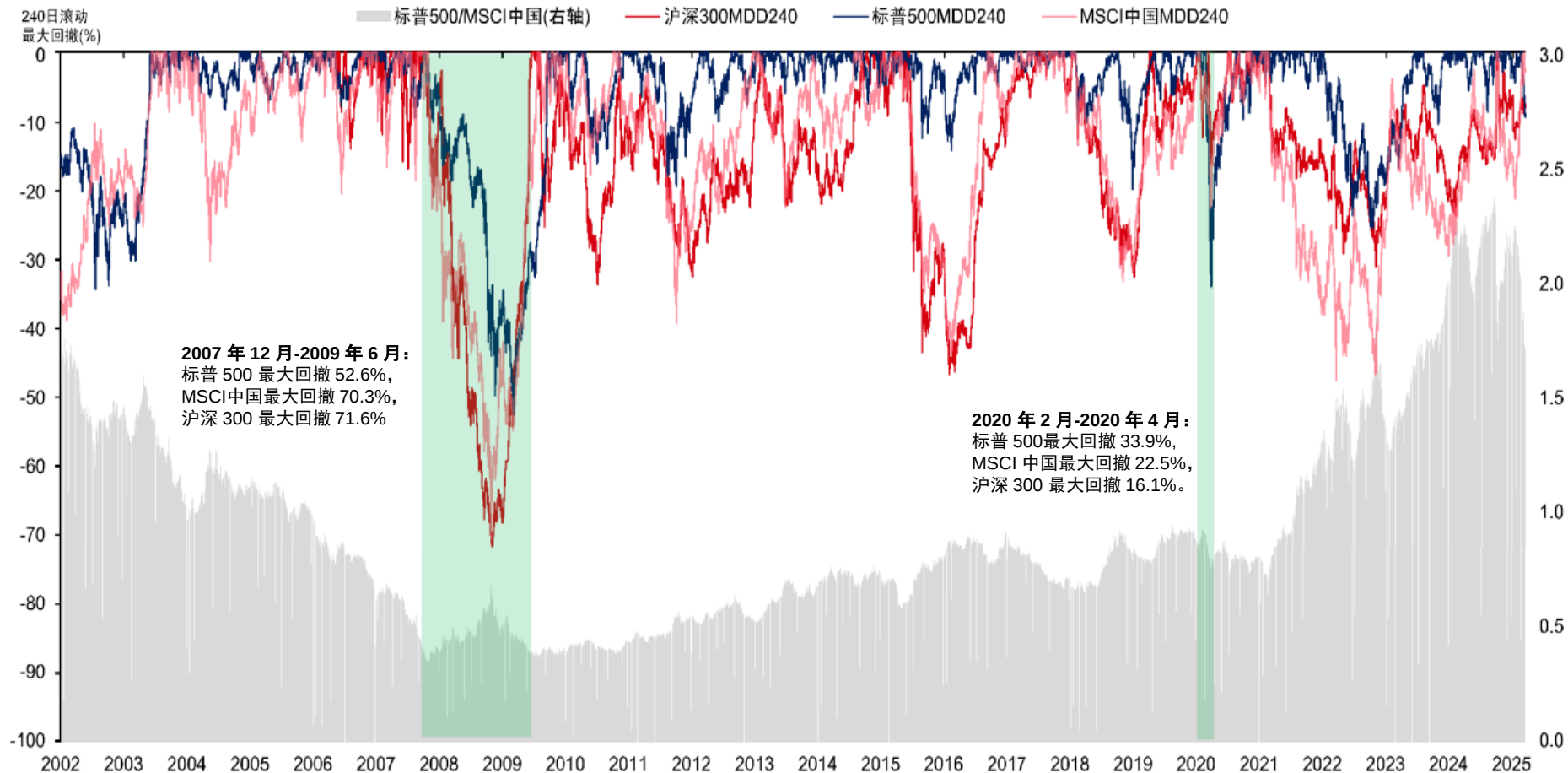


资料来源：The economic potential of generative AI: The next productivity frontier (麦肯锡), Machines of mind: The case for an AI-powered productivity boom (Martin Neil Baily, Erik Brynjolfsson, and Anton Korinek), Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work (IMF STAFF DISCUSSION NOTES, Mauro Cazzaniga, Florence Jaumotte, Longji Li), The Impact of Generative AI on Work Productivity (圣路易斯联储、哈佛大学、范德比尔特大学的 Bick, Blandin 和 Deming), The Simple Macroeconomics of AI (Daron Acemoglu), 中信证券

2022 年以来美国衰退预期交易期间，中国资产回撤幅度更小，甚至大多时候贡献正收益



2002年以来NBER记录的两个衰退区间，标普500、MSCI中国、沪深300都出现了显著回撤



美国近期的衰退预期交易延长了中国资产春季躁动的窗口期 建议聚焦 A股、港股的核心资产

- 美股的衰退预期交易在一定程度上会对全球的风险偏好产生负面影响，然而衰退预期交易最终演化成衰退交易还需要关税扰动持续、财政支出退坡、美联储推迟降息等一系列条件才会达成，需要较长的时间。
- 外部冲击加剧，届时中国政策对冲可能加码，若美国也推动新一轮大规模减税、美联储加快降息进程，可能实现疫情以来中美经济和政策周期首次同步。通常在这种情况下，中国的核心资产也会有更好表现。

中美宏观政策周期同步上行的阶段，A股和港股的核心资产明显跑赢万得全A



等待外部风险落地之后，中国科技板块仍然看俏

- 于关税仍存变数，经济衰退也不会立即发生，因此预计全球投资者的交易框架仍然是衰退预期交易，以降低风偏和等待观望为主。
- 考虑到后续产业趋势和确定性依然很高，我们认为在4月初外部风险落地之后，中港科技板块依然是弱宏观和强产业逻辑下最适合的交易方向。
- 预计二季度将开启新一轮端侧AI的产业密集催化期，依然是确定性最强的产业趋势。
- 板块重点关注端侧AI、工业品类的自主可控、军工、内需中的必选消费、互联网、创新药、以及电力、运营商、银行等为代表的稳定红利领域

端侧 AI 预计产业催化事件表

日期	类型	事件	核心内容
2025 年 4 月	产品发布	字节生态大会	预计发布多模态 AI 硬件技术，AI 玩具、AI 枕头等创新产品
2025 年 4 月	重要财报	Meta 等公司财报	关注其在端侧 AI 领域的战略布局和财务表现。
2025 年 4 月	产品发布	Meta Llama 大会	市场关注端侧轻量化方案
2025 年 5 月	产品发布	小米 AI 眼镜预计发布	预计 6 月正式发售，增强视觉理解能力，提升用户体验
2025 年 6 月	产品发布	Rokid 第一代 AI 单色显示眼镜发布	拓展消费级 AI 硬件市场
2025 年 7 月	重要财报	Meta 等公司财报	关注 AI 眼镜销量及用户活跃度数据
2025 年 9 月	产品发布	三星 Galaxy Glasses AI Edition 发布	支持实时翻译、视觉交互、手势识别等
2025Q4	产品发布	预计苹果秋季发布会公布首款 AI+AR 眼镜研发进展	
2025 年 11 月	重要财报	Meta 等公司财报	关注 AR 设备的收入贡献
2025Q4	产品发布	NVIDIA 将举办年度技术大会	关注展示最新的端侧 AI 芯片和应用
其他	政策支持	国补针对智能眼镜补贴升级	

资料来源：字节跳动、小米、Rokid、Meta、三星、Apple、Nvidia、AMD 官网及产品发布会预告等，中信证券

- 关税事件持续发酵，最近走弱趋势资金主要原因可能是投资者选择获利，后续需要盈利和产业趋势上的持续兑现。
- 不少港股公司的净利润率和营收增速仍在恢复的早期，后续随着经济回升，这些公司在盈利端的改善和市场对盈利预期的上修，空间比当前估值修复更大。
- 国内政策思路已经在两会明确，但财政扩张赤字的具体投向，降息降准，影响力强的产业政策等有望在后续落地。而当外部风险逐渐兑现以后，国内政策对冲的时点或将提前、力度或将加码，在震盪後仍然看好港股的表现。



资料来源：彭博



美国关税极限施压，年中衰退概率明显提升，市场衰退交易逻辑下偏弱运行，当前美股下行压力或将持续，特朗普的理想“政策三部曲”进度在加快，下半年或具备上行条件；欧洲国防支出或提升经济增速，短期等待美国衰退叙事演绎后继续看好欧股尤其军工板块；关税影响下中国政策发力时点可能提前，外部风险落地之后中港股市仍然看俏。



在美国关税政策变动和环球贸易战的扰动下，短期美债较为安全。信用利差有走阔的机会，五年期以下的高质量A评级债券抗跌能力较强。石油、香港地产受关税影响有限，风险管理稳定。内地地方经济将持续受惠于中国经济利好政策。此外，中国对科技板块利好政策持续发力，持续看好中国科技行业。



增加国防开支提振欧洲经济支持欧元靠稳；美国逆全球化损害美元信用，美元今年将先高后低；英国受累财政下行压力但相对不受贸易战影响，英镑跌幅有限；短期人民币偏弱震荡但难大幅走贬。贸易战持续，日元可能会再次贬值。



逢调整建仓黄金可能是较好的投资选择；电解铝需求稳增仍然可期，铜供给扰动的故事仍将延续；国际油价当前进入底部震荡区间，中枢或位于65-70美元；2025/26年度玉米、大豆和小麦市场保持平稳至下行趋势。

资产类别		战术性部署 Tactical Allocation						策略性部署 Strategic Allocation						
		++	+	0	-	--	调整*	++	+	0	-	--	调整*	
股票	美国				○		▼		○				▼	当前下行压力或将持续，特朗普的理想“政策三部曲”进度在加快，下半年或具备上行条件
	欧元区		○				▲		○				▲	财政国防支出提速或提升经济增速
	日本			○			▼		○					寻找“涨薪”和“加息”下投资线索
	新兴市场亚洲				○					○			▲	分化加剧，内需与产业是关键变量
	中国A股		○				▼		○				▼	国内政策对冲外部冲击的时点或将提前
	中国港股		○				▼		○				▼	等待外部风险落地之后科技板块仍然看俏
固收	美国国债	○						○						在美国关税政策不确定的扰动下，短期美债较为安全
	投资级美企债		○						○					短年期高质量债券，组成核心投资组合
	高收益美企债					○	▼					○	▼	全球经济衰退风险增加，违约风险随之增长
	新兴市场美元债			○			▼			○			▼	信用利差存在走宽风险
	投资级中资美元债		○				▼		○				▼	信用利差存在走宽风险，看好科技板块
	高收益中资美元债				○		▼				○		▼	全球经济衰退风险增加，违约风险随之增长，需要非常谨慎地选择债券
商品	基本金属			○			▼		○					电解铝供需缺口将逐步形成，铜供应过剩幅度较2024年显著收窄
	贵金属		○						○					预计央行购金的趋势仍将持续，逢调整建仓可能是较好的投资选择
	原油			○			▲			○			▲	国际油价当前进入底部震荡区间，中枢或位于65-70美元/桶
	农产品				○						○		▼	2025/26年度玉米、大豆和小麦市场保持平稳至下行趋势
外汇	美元			○						○			▲	美国通胀或反复并导致货币政策难以宽松，美元指数难以大幅走弱
	人民币				○						○			人民币偏弱震荡但难大幅走贬，关注内地政策发力情况以及潜在的中美展开经贸磋商
	英镑			○			▲			○				市场围绕英镑的偏空情绪可能被过度渲染，关税风险定价时英镑相对表现优异
	欧元		○				▲		○				▲	增支计划若足额落地或能在未来四年给欧盟GDP形成每年接近0.7%的提振
	日元				○		▼				○		▼	贸易战仍在持续，可能会再次贬值



- 总结2025年第一季度，我们的建议投资组合涨18.8%，跑赢恒生指数3.5个百分点。组合中消费互联网、汽车表现突出，其中阿里巴巴 (9988 HK) 期间升幅达55.3%，比亚迪 (1211 HK) 涨47.3%，耐世特 (1316 HK) 持有期间涨幅达31.3%。



2025年一季度建议投资组合中表现突出的个股

公司	GICS行业	收盘价^/卖出价 (港元)	1Q2025组合 持有期间升幅 (%)	同期 跑赢恒指 (%)
阿里巴巴 (9988 HK)	互联网	128	55.3%	40.1%
比亚迪 (1211 HK)	汽车	392.8	47.3%	32.1%
耐世特 (1316 HK)	汽车	4.36 ¹	31.3%	16.1%
腾讯控股 (700 HK)	互联网	497	19.2%	3.9%

资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) ^注：2025年3月31日收盘价

¹耐世特 (1316 HK) 于2025年2月6日调出

成熟市场

 **中国香港**：等待外部风险落地之后科技板块仍然看俏 (请参考页28-46)

 **日本**：寻找“涨薪”和“加息”下投资线索

 **美国**：当前下行压力或将持续 (请参考页25-27)

 **欧洲**：财政国防支出提速或提升经济增速 (请参考页31-36)

 **英国**：美国的不确定性正影响英国市场

 **澳大利亚**：降息周期推进等待澳股转折

主要新兴亚洲市场

 **中国A股**：国内政策对冲外部冲击的时点或将提前 (参考页28-46)

 **印度**：经济增速周期性放缓，长期向上趋势不改

 **南韩**：外部压力持续，等待出口复苏契机

 **中国台湾**：出口前景面临关税严峻挑战

东盟市场

 **新加坡**：经济增长承压，但防御属性突出

 **印度尼西亚**：风险与机会并存

 **泰国**：经济动力持续减弱，股市缺乏亮点

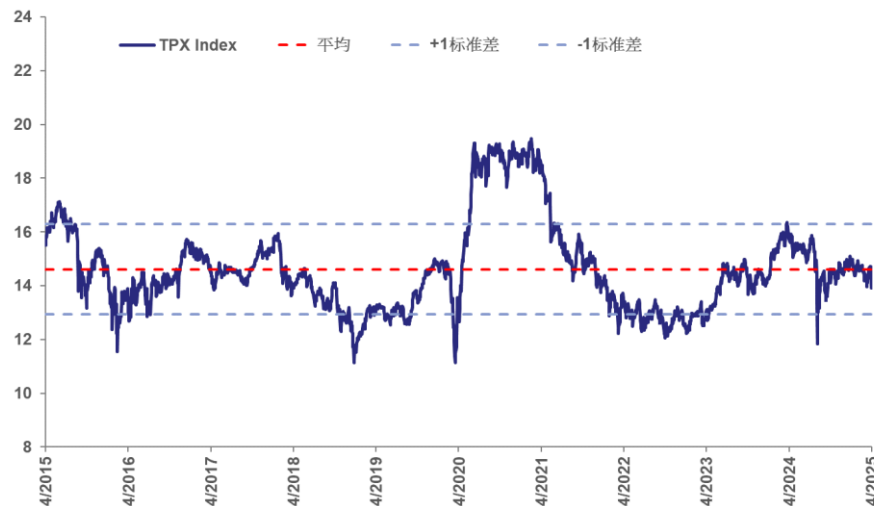
 **马来西亚**：估值偏高，聚焦防御性板块

 **菲律宾**：多个催化因素，但市场具有结构性问题

 **越南**：关税冲击巨大

- **特朗普关税仍存不确定性。**短期而言，特朗普推迟对等关税将利好日股，日本企业已有大规模成熟的海外布局，**10%**关税对经济影响在可控范围。但关税推迟不足以建立对“特朗普放松政策底线”的全面信任，年内日本经济的增长仍将更加聚焦于国内需求的拉动，后续可能偏向结构性行情。展望**2026**年，美国扰动下全球增长持续承压或将抑制日本企业的利润增长，从而导致工资增速放缓，经济扩张动能减弱，预计**2026**年日本**GDP**增速将回落。
- 日元方面，虽然关税存在大量扰动，但我们认为日本央行整体仍坚持加息立场，后续将缓慢加息；日元过去数年作为套息交易融资货币的贬值压力逐渐被瑞郎分担，日元未来仍有向上空间。
- 日股年初以来表现平淡，虽然估值不贵，但短期缺少向上催化剂。**纵观全年，聚焦企业盈利和股东回报提升。**待关税冲击平复后日央行会重回加息进程，**金融业近期大跌后存在反弹机会**；本土经济将是本年度的重点，涨薪有望推动消费，关注日本国内营收占比高的**可选消费类企业**；防御性配置可关注需求前景稳定，受关税和地缘冲突影响较小的行业，**比如电信、公用事业**。另一方面，因特朗普政策企业暂停资本支出，短期**自动化、IT等行业**或存在较大扰动，但具有长期增长前景。

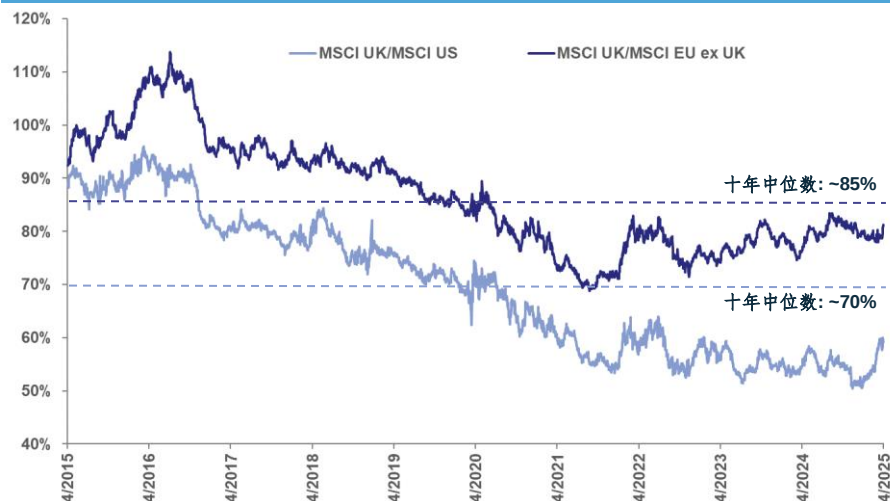
TOPIX指数12个月远期市盈率正处于10年均值附近



资料来源：彭博，中信证券财富管理(香港)

- 英国市场一季度表现突出，但短期来看上升动力正减缓，理由包括：
 - 1) 英国大盘股普遍拥有较高的国际敞口，富时100指数与美国相关性较高。美国当前经济的高度不确定性令市场回调风险加剧。2) 走强的英镑一定程度上影响了企业盈利预期，从历史看英国大盘股与英镑呈负相关关系。3) 本轮上涨能源板块贡献显著，基于我们对油价的偏空看法不认为板块能持续推动上涨。
- 另一方面，英股仍存潜在利好，相较于欧洲美国对英关税冲击程度有限，也给予英国央行更多降息的理由，后续仍有上升空间。
- 相较于美股和欧股，英股估值不高。经历了一轮上涨，MSCI英国指数的12个月远期市盈率相较于美国仍仅约60%，多年的低预期导致英国股票市场萎缩，2024年并购活动的增加也表明市场认为价值临近底部。
- 英镑上行存在压力。关于英国经济的风险和降息预期对英镑进一步升值构成阻碍，后续波动或加大但难走高。

英股相较美股欧股仍有折价 (远期12个月市盈率)

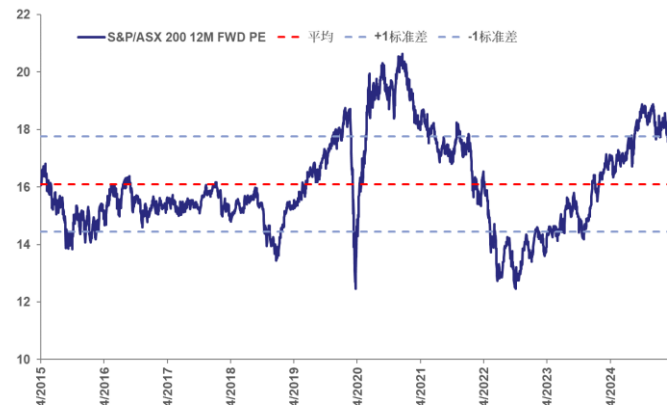


资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至14/3/2025

■ 澳大利亚市场近两个月表现不佳，但展望后续存在潜在利好：

- 1) 通胀减速势头良好，宽松周期已开启
- 2) 我们预计信贷增长将在**2025/26年**重新加速
- 3) 消费者信心和支出处于早期复苏阶段
- 4) 澳大利亚股票市场的息率在亚太地区有吸引力
- 5) 澳大利亚养老金基金的净股权购买支撑市场
- 6) 澳洲经济与全球贸易的相关性较低，美国关税的直接冲击有限

标普/澳证200 12个月远期市盈率走势



资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至31/3/2025

- 消费支出的回暖将成为澳大利亚 **2025** 年经济增长的核心驱动力，预计经济增速或达 **2.5%**，较**2024** 年提高 **1.5** 个百分点，为**2022**年来的最高增速。澳股估值相对偏高，**下半年降息逐步推进和地缘政治冲突缓和后或有更明显机会。**
- 基于对本年度黄金、铜铝价格的偏积极看法，**澳洲有色金属相关采矿业在回调后值得关注；金融板块**将整体受益于降息预期。消费的整体回暖需要时间，可先行布局本土导向的消费企业，但**2024**圣诞期间旅客量创疫情后纪录和油价的低预期，**航空业的利润或先一步改善。**

- **内需导向的经济结构免遭外部环境影响。**鉴于特朗普政府期间全球贸易前景的不确定性增加，印度经济相对内需驱动和防御性导向的行业构成，是受美国潜在贸易政策影响最小的国家之一，提供了较小外汇波动的潜力。最新公布的美国关税中占出口大头的药品获得了部分豁免，关税冲击相对可控。
- **经济基本面向上趋势整体稳固。**受财政整固、工业活动低迷及资本开支增长疲软的拖累，印度经济正进入周期性放缓阶段，2025财年经济增速或下滑。但即使近期经济增速下滑，企业盈利的增长动能看起来不会在2025结束，短期关注印度财政扩张与资本开支回暖对经济的积极影响，长期向上的趋势不变。
- **印度股市估值回到相对合理的区域。**Nifty指数12个月前瞻市盈率约为19倍，略高于10年平均水平，相较其他市场的溢价幅度远低于历史高点。
- 我们看好内需导向且盈利增长稳定的**电信和金融板块**；建议**回避受关税冲击的汽车零部件、化工板块，IT和制药行业**也会受到全球及美国经济增长放缓的间接影响。

印度企业盈利和经济增长相关性高



印度股市估值回到较为合理的区域



资料来源：IBES，MSCI，彭博，中信里昂，中信证券财富管理(香港)

- 相对而言，年初至今韩国市场表现良好，是继A股和港股之后表现第三好的亚洲市场，韩国国内局势逐渐清晰一定程度上恢复了投资者信心，尹锡悦的正式下台或标志着国内政治环境即将回暖。
- 展望2025年后续，我们认为韩国经济仍面临挑战，2025年GDP增速或下降至1.5%：
 - 内部方面，消费者信心低迷，回暖仍需时间
 - 外部方面，韩国可能受到美国贸易政策相对显著的负面溢出效应，同时中信里昂预计到2025年全球半导体销售增长速度将放缓，将对韩国工资增长造成冲击
- 股市方面，KOSPI指数市净率仅0.85倍，估值整体仍处低位，如果未来12个月随着韩元走弱出口复苏，以及“企业价值提升计划”能取得成效，韩国市场具有反弹机会。国防和造船行业表现仍然较强，同时一些滞后行业正在反弹，例如化工、钢铁、零售和建筑，这通常在牛市早期阶段会出现。我们仍然没有看到主要的大盘板块推动韩国综合股价指数上升，预计这种情况将在2025年下半年随着出口复苏和政治不确定性完全消除时发生。在当前市场估值水平和极度避险情绪下，可择机布局半导体、汽车和金融等大盘板块的反弹。

韩国市场市净率较低，存在回升的想象空间



资料来源：彭博、中信里昂

- **台股一季度受到外部不确定性困扰，表现不佳。**影响因素包括特朗普关税，市场对科技公司AI资本支出需求端的担忧，以及英伟达削减其在台积电的CoWoS订单的传言。随着美国关税正式出台，中国台湾地区的出口增速或将放缓。
- **AI需求前景不确定性上升，从训练到推理的需求迁移成为关键。**3月英伟达举办GTC大会，公布全新GPU产品路线图与市场预期，然而GB系统交付时间晚于预期，CPO产品线也缺乏惊喜。DeepSeek模型已经推动部分中小厂商减少了训练端投入，推理端需求还未填补空缺构成短期风险。二季度需密切关注4月美国Hyperscaler的最新支出情况以及5月美国“人工智能扩散出口管制框架”的更新。
- **台湾股市对盈利下滑较为敏感。**当前台股市场隐含的企业盈利增速仍较高，盈利增速下滑将对AI板块将有显著调整风险。特朗普虽推迟关税但后续措施仍存大量不确定性，对于半导体而言，芯片并不在对等关税范围，但设备并无豁免，台积电美国工厂的建设也存在阻力；电子产业链方面，苹果和PC供应商高度依赖中国和东南亚供应链，面临巨大风险；AI服务器因为墨西哥工厂较为成熟，相对影响较小。

全球半导体销售存在见顶可能，影响台企业绩



台股当前估值隐含的利润增长或过于乐观

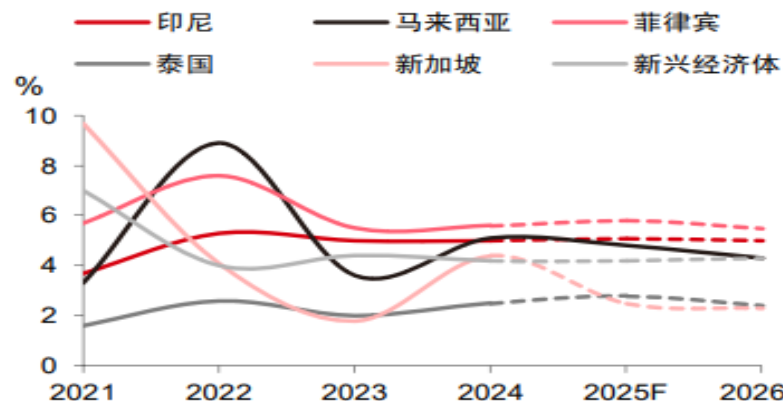


资料来源：彭博，SIA/WSTS，IBES，MSCI，中信证券财富管理（香港）

■ 外部压力是二季度的核心，关税、汇率和地缘政治冲突均导致风险抬升，一季度东盟股市也整体表现不佳，料关税冲击下这一趋势将延续。整体而言，2025年东盟国家经济增速或将温和放缓，部分内需驱动型经济体或相对更具韧性。泰国、马来西亚、越南因对美贸易顺差更可能遭受负面影响，菲律宾则受困于贸易风险导致的投资下滑和股市流动性。更关键的问题在于，即便对美关税获得豁免，如果美国强制东南亚国家对中国施加关税封锁转口贸易，将迫使东南亚国家对自身经济发展方向作出艰难抉择，所带来的影响将是长期性的。

■ 推荐关注新加坡、印尼。新加坡汇率相对稳定且与美国没有贸易顺差，股市具有高股息收益率和盈利可信性高的特点，是理想的短期避风港；印尼新政府上台后的一系列变革令市场格外担忧，表现全球倒数，但印尼经济整体受关税冲击较小，且股市当前远期市盈率低于10年平均2.5标准差，股息率在新兴市场尤为突出，后续政局稳定反弹潜力巨大。

东盟经济体经济增速预测



资料来源：CEIC，彭博，中信里昂，中信证券

印尼股市估值仅为新兴市场平均的70%



资料来源：MSCI，IBES，中信里昂

公司	行业	流通市值^ 收盘价^ 目标价			市盈率(倍)		息率(%)	推荐理由
		(亿港元)	(港元)	(港元)	25E	26E		
腾讯控股 (700 HK)	互联网	30,503	497.80	650.00	17.6	15.8	1.0	腾讯提供了最具防御性的增长叙事。预计未来三年公司总收入和调整后的净利润的年增长率将分别保持在10%和13%。整体而言，公司具有在社交生态稳固的护城河优势、AI落地的叙事演绎，以及如Capex上调、AI应用落地等潜在催化，看好公司盈利持续释放的潜力。(中信里昂 – Elinor Leung)
比亚迪 (1211 HK)	汽车	4,393	374.80	500.00	19.6	16.1	1.4	2025年一季度销量破百万，初报净利润85-100亿元，符合预期。比亚迪2025年的汽车销售前景稳固，出海快速增长，同时比亚迪宣布全系车型配备智能驾驶且不涨价，预计进一步扩大市场优势。我们预测2025全年公司能够实现550万辆乘用车销售和600亿元人民币的净利润。(中信里昂 – Xiao Feng)
中国移动 (941 HK)	电讯	4,841	83.60	103.00	11.6	11.1	6.4	2024年，公司实现营业收入10,408亿元，归母净利润1,384亿元。公司并计划分红率在两年内提升至75%，进一步加大股东回报。展望2025年，看好公司凭借智算+AI模型部署能力，加速AI布局变现，持续拓宽收入边界，盈利能力不断提升，推动业绩良好增长，云+AI业务迎价值重估。(中信证券 – 黄亚元)
阿里巴巴 (9988 HK)*	互联网	20,782	123.50	165.00	12.8	10.9	0.7	3Q25FY公司业绩超预期，电商业务持续向好；AI层面，公司坚持“AI+云一体化”战略，预计未来三年Capex投入将超过过去10年我们预计阿里云业务将在AI驱动下持续提速。考虑到公司强劲的股东回报、以及南下资金的持续流入，我们对公司中长期股价表现保持乐观。(中信证券 – 廖原)
东方电气 (1072 HK)	电力设备	36	10.58	11.71#	6.6	6.1	7.2	2024年公司净利润为人民币29.22亿元，同比减少17.70%，净利润短期承压。但2024年营收增长明显，新增订单突破千亿大关。公司作为电力设备央企，将在中国“新型电力系统”建设中扮演重要角色，承担重要任务。在手订单充足，注重股东回报，是长期投资的优秀目标。(公司公告;中信证券 – 华鹏伟)
安踏体育 (2020 HK)	体育	1,121	85.30	125.00	16.6	14.7	3.1	公司四季度业绩符合预期，FILA调整顺利显著复苏。展望2025，随着政策强调增加家庭收入、体育产业以及品牌的引领作用将推动公司销售增长。公司主品牌管道变革持续推进，同时出海业务加速推进，全年有望实现平稳增长，业绩有望稳定兑现。(中信证券 – 冯重光)
海尔智家 (6690 HK)	家电	653	22.90	31.00	9.7	8.8	5.1	公司2024年四季度收入(不包括日日顺)同比增长11.7%至人民币700亿元超预期，但毛利率压力影响了业绩表现。我们认为当前股价过度反应了负面预期，通过国内空调业务的垂直整合与高端化、欧洲市场Candy品牌升级，海尔仍有望显著提高盈利能力，进一步提升市场地位。(中信里昂 – Ethan Wang)
领展 (823 HK)*	REIT	954	36.95	45.00	13.9	13.8	7.0	尽管市场环境充满挑战，核心香港零售业务实现了2.2%的同比租金增长。由于积极的资产管理，我们预计公司能够进一步实现稳健增长。当前的估值看起来极具吸引力。(中信里昂 – Alvin Wong)



商品 / 外汇

- 通胀与增长的阶段性错配仍是今年宏观交易的重要变量。暂时的CPI数据难以打消市场对于美国通胀前景的隐忧。我们预计美国总体CPI同比在4月前仍能因基数效应而继续下降、但下半年或将存在反弹隐忧。
- 特朗普政府加征对等关税的主张是今年一季度驱动铜价和金价上涨的主要因素。随着加征关税落地，大宗商品价格的定价主线可能重回基本面。**铜**：铜价重拾升轨还需要需求端改善的助力，但目前观察中美经济周期的走势，未观察到相应因素；**黄金**：金价的长期配置价值显著，但短期来看金价同样面临涨幅过大的风险，不追高、逢调整建仓可能是较好的投资选择，短期尤其建议关注特朗普关税政策落地效果是否不及预期。
- 二季度至年中类滞胀环境及趋势或在数据中兑现，大类资产配置角度上相对而言利好黄金。我们对于商品市场排序为**贵金属>有色>能源>农产品**。

大宗商品2025年一季度表现回顾 (强至弱)

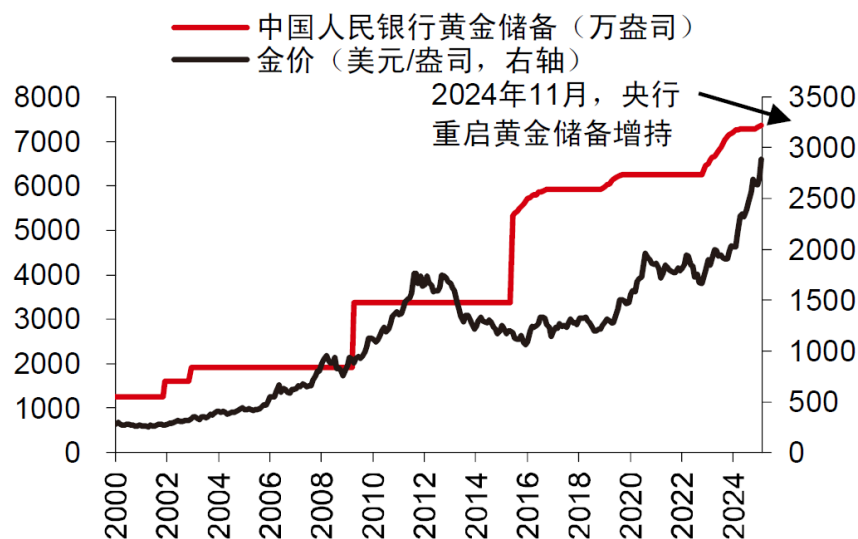
品种	单位	价格*	2025年一季度*	2024年	走势预测
伦敦现货黄金	美元/盎司	3,123.57	19.0%	27.2%	价格区间预期在3,000-3,250美元
LME 现货铜	美元/吨	9,658.68	11.6%	2.2%	仍有机会再度站上10,000美元
长江1级铝现货价	人民币/吨	20,560	4.0%	1.1%	将在19,500-22,000人民币区间运行
布伦特原油	美元/桶	74.74	0.1%	-3.1%	短期中枢或位于65-70美元/桶
CBOT大豆期货	美分/英斗	1,014.75	-0.7%	-18.4%	保持平稳至下行趋势
CBOT玉米期货	美分/英斗	457.25	-1.8%	-10.4%	保持平稳至下行趋势
CBOT小麦期货	美分/英斗	537.00	-4.5%	-17.6%	保持平稳至下行趋势

强

弱

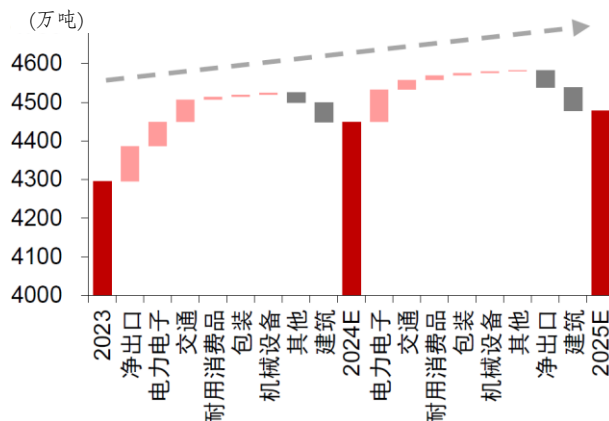
- **预计央行购金的趋势仍将持续。**中央银行对黄金的态度是金价的重要影响因素，根据世界黄金协会统计数据，2024年全球央行净购金量连续第三年超过1,000吨。展望2025年，我们认为地缘政治形势仍然较为混乱，特朗普关税政策施压仍然明显，特朗普主导的美国对全球的力量投送收缩也会导致去美元化加速。这些因素都支持全球南方国家央行继续增持黄金和宣布增持黄金。这有利于从需求抬升和宣示效应两个途径继续利多金价。
- **我们认为关税的扰动实质上并没有结束，当前距离特朗普关税政策全部落地、中美双边谈判达成阶段性共识仍有一定距离，短时的波动并不影响上述逻辑。后续应特别注意观察中美关系从当前的“制裁-反制裁”向“管控分歧-防风险”方向的变化，在不确定性情绪积聚以及释放以前，该因素对黄金的驱动难言结束。**
- 俄罗斯与美西方在乌克兰加入北约问题、北约东扩问题上存在实质性的分歧，年内彻底实现停火仍存在较大不确定性。阶段性地缘冲突或仍对黄金价格存在一定程度的带动作用。除此之外仍应关注伊以冲突以及美国对什叶派组织的针对性政策产生的区域冲突所带来的影响。
- 从资金面看，黄金多头对黄金当前走向的影响程度已经来到历史最高水平，不过交投规模以及热度并未达到历史“最拥挤”区间，资金仍有进一步加仓的空间。
- 我们年初预计2025年价格区间预期在3,000-3,250美元。但综合当前基本面和资金面数据，预计年内黄金行情可能仍未结束。短期来看逢调整建仓可能是较好的投资选择。

中国人民银行黄金储备与金价走势

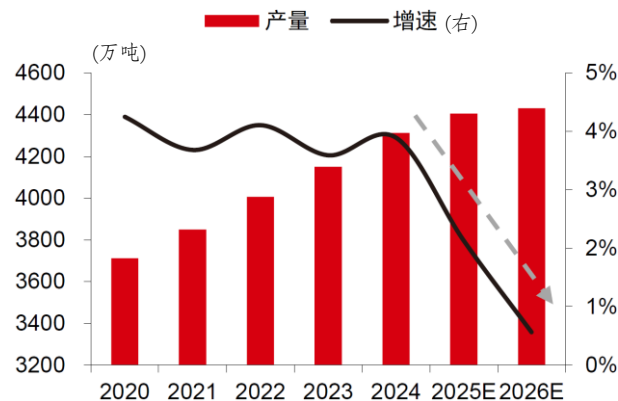


- 参照上海有色网 (SMM)、阿拉丁 (ALD) 预测和相关公司公告, 我们预测2025至远期, 内地电解铝新增产能规模344万吨, 其中净新增仅116万吨, 2025-2026年内地电解铝产量将达4,405/4,430万吨, 增速预计仅为2.1%和0.6%, 相较2023-2024年3.6%和3.9%的增速明显下移。
- 展望2025年, 我们预计内地电网投资将维持高增, 新能源车产销有望持续强劲, 全球光伏新增装机稳步增长, 上述因素有望抵消地产竣工面积以及出口下滑的影响, 我们预计2025年内地电解铝消费量将达到4,547万吨, 同比增长1.1%, 维持稳增态势。此外, 得益于金融以及财政政策持续发力, 中国房地产市场有望逐步回稳。同时, 建筑领域用铝存在住宅门窗换新、基建投资等支撑。
- 我们预测2025年基准情形下, 中国电解铝需求增速以及供需平衡为1.1%和-2.3万吨; 若是建筑用铝下滑幅度小于预期, 降幅收窄至-5%至10%, 则中国电解铝需求增速将达1.5%至2.4%, 供需缺口将扩大至21万吨至64万吨, 铝消费对地产需求的弹性突出, 2025年铝消费或继续维持较高韧性。
- 我们预计内地电解铝供需缺口将逐步形成, **2025年铝价将在19,500-22,000元人民币/吨区间运行。**

中国电解铝年度消费量及预测*



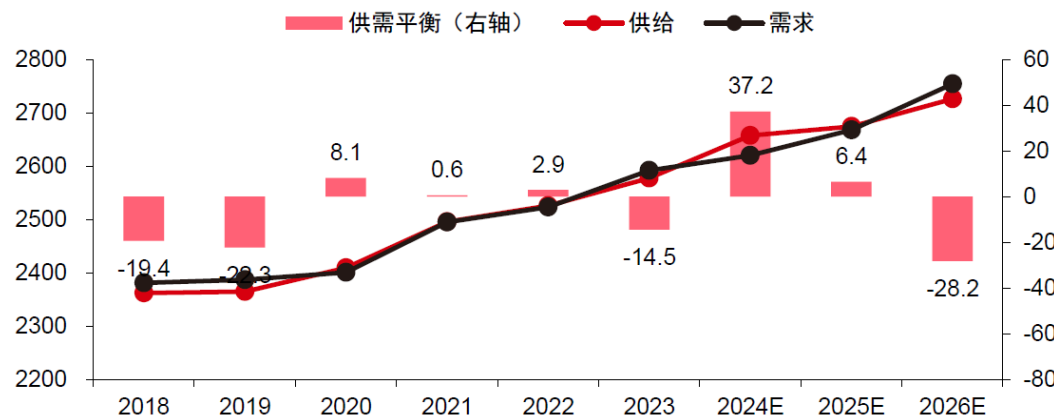
国内电解铝产量及增速预测



资料来源: SMM (历史产量, 需求数据), ALD (含2025-2026年产量预测, 供给数据)、中信证券预测 *为基准情形

- 对供给和关税的担忧在今年一季度推升铜价，铜价再度上行还需要需求端改善的助力，但目前中美经济周期的走势还未观察到相应因素。
- 相比于2024年一季度铜价存在较为明确的供给端、需求端以及宏观层面的三重支撑，2025年铜价对于供给的刺激作用有望降低。生产扰动方面，根据路透社，第一量子旗下Cobre Panama最后听证会延期至明年举行，我们预计今年年内复产希望渺茫。叠加刚果金电力短缺情况难解，以及海外铜矿劳资谈判进入密集期，我们认为**2025年供给扰动的故事仍将延续**。
- 我们预计**2025年全球精炼铜供需平衡为+6万吨**，过剩幅度较2024年显著收窄，同时我们预计**2026年将短缺28万吨**。供需格局的改善将为铜价的高位运行提供夯实支撑，其中2025年上半年维度，我们看好“供给短缺兑现、旺季需求支撑、宏观信号推动以及COMEX铜短缺交易延续”四因素共振催化的铜价强势运行。后续更加积极的宏观信号驱动下，**2025年二季度铜价仍有机会再度站上10,000美元/吨**。

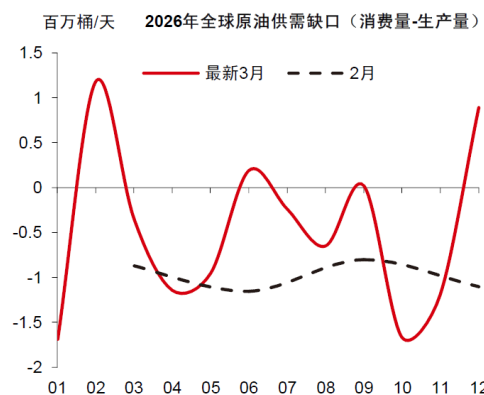
2025年全球精炼铜供需格局有望显著改善



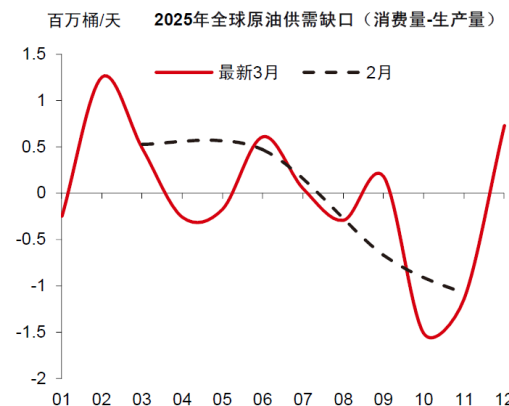
资料来源: Wood Mackenzie、中信证券

- 美国宣布加征关税后，国际能源价格大幅下挫，布伦特油价在两个交易日内下跌**10%**，主要原因在于国际市场担忧美国关税政策或引发全球经济下行，导致商品需求以及能源消费下降，能源价格承压。
- 从地缘冲突的角度上看，俄乌冲突逐渐结束的趋势较为确定，但是过程仍较为波折，从目前的谈判进程看，俄乌双方分歧仍较大，**通过军事行动增加谈判筹码的方式或仍时有发生**，并能阶段性小幅支撑油价表现。此外，从流动性的角度看，当前**美联储货币政策调整幅度相对有限**。美国经济虽有小幅回落，但软着陆概率较大，发生短时风险事件的概率相对较低。
- 理论而言，特朗普政府可以通过放松能源监管、结束俄乌冲突、缓和与**OPEC+**的关系等方式压降油价。不过，从实际执行效果来看年内对油价影响相对可控。鉴于当前宏观经济偏弱与不确定性情绪加剧的趋势，**OPEC+部长级会议或难实质上改变上述的原油产量政策的风格和基调**。此外，特朗普制裁哈马斯、伊朗、委内瑞拉等国家或组织或引发市场对于地缘政治的恐慌对油价产生一定的抬升作用，整体而言，**特朗普压低油价的政策年内对油价影响或相对可控**。
- 我们认为**国际油价当前进入底部震荡区间，中枢或位于65-70美元/桶**。如后续关税扰动落地，年中至下半年在通胀以及经济基本面等因素的带动下或逐渐缓慢小幅回升。

2026年全球原油供需缺口



2025年全球原油供需缺口



资料来源：EIA (含2月及3月预测)、中信证券

- 美国农业部 (USDA) 发布今年3月全球农产品2024/2025年供需预测报告，与2月 (2024/2025年) 预测报告相比：
 - 1) 小麦：3月报告上调2024/25年全球小麦产量、消费量。产量方面，澳大利亚降水量改善驱动小麦单产提升，预计产量创历史第三高。2024/25年期末库存环比调升252万吨至2.60亿吨。
 - 2) 玉米：3月报告上调2024/25年全球玉米产量、消费量。产量方面，玉米价格强劲驱动种植进度加快，叠加灌溉条件充足，印度玉米产量环比大增。2024/25年期末库存环比调减137万吨至2.89亿吨。
 - 3) 大豆：3月报告上调 2024/25年全球大豆消费量，产量持平。大豆可观利润驱动农民种植积极性提升，预计乌克兰大豆产量同比创新高。2024/2025年期末库存环比调减293万吨至1.21亿吨。
- 农民成本、天气风险溢价、贸易争端以及俄罗斯/乌克兰在黑海地区达成潜在停战或贸易协议，可能会让2025/26年度玉米、大豆和小麦市场保持平稳至下行趋势。从需求角度来看，中国消费疲弱，以及美国在特朗普政府下可能经历重大变化的生物燃料政策，也可能进一步加剧市场的看空情绪。

全球玉米供需平衡表(百万吨)

	2024/25 (2月预测)	2024/25 (3月预测)	月度 预测变化	同比增加
期初库存	315.81	313.95	-1.86	3.0%
产量	1,212.47	1,214.17	1.70	-1.1%
进口	181.16	180.30	-0.86	-8.8%
消费	777.50	779.42	1.92	0.9%
压榨量	1,237.96	1,239.19	1.23	1.7%
出口	189.23	186.36	-2.87	-3.7%
期末库存	290.31	288.94	-1.37	-8.0%
库消比	23.45%	23.32%	-0.13%	-2.4%

全球小麦供需平衡表(百万吨)

	2024/25 (2月预测)	2024/25 (3月预测)	月度 预测变化	同比增加
期初库存	267.49	269.5	2.01	-2.4%
产量	793.79	797.23	3.44	0.8%
进口	204.81	202.7	-2.11	-8.8%
消费	153.5	154.85	1.35	-2.8%
压榨量	803.72	806.65	2.93	1.1%
出口	208.99	208.07	-0.92	-5.9%
期末库存	257.56	260.08	2.52	-3.5%
库消比	32.05%	32.24%	0.19%	-1.5%

全球大豆供需平衡表(百万吨)

	2024/25 (2月预测)	2024/25 (3月预测)	月度 预测变化	同比增加
期初库存	112.49	112.55	0.06	11.2%
产量	420.76	420.76	0.00	6.5%
进口	179.24	179.2	-0.04	0.5%
消费	349.89	352.84	2.95	6.5%
压榨量	406.18	409.16	2.98	6.4%
出口	181.98	181.95	-0.03	2.5%
期末库存	124.34	121.41	-2.93	7.9%
库消比	30.61%	29.67%	-0.94%	0.4%

- 预计2025年余下时价格强弱由高到低依次为：

強

弱

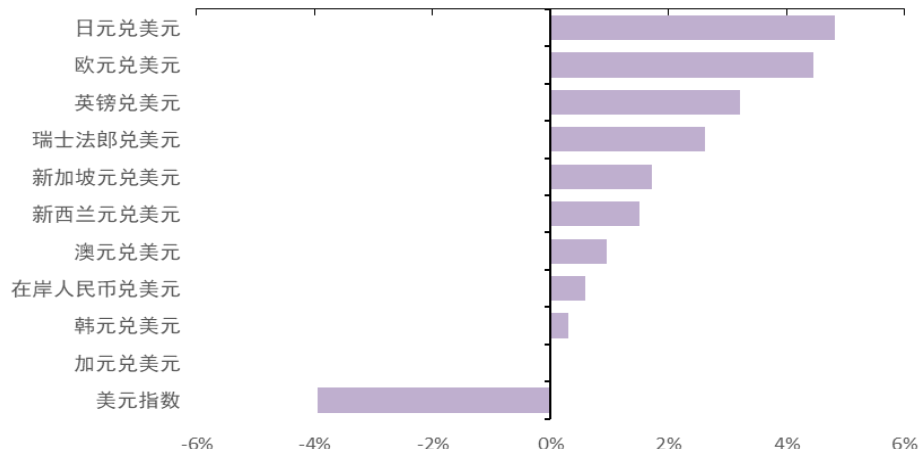
		现时价格*
金	价格区间预期在 3,000-3,250 美元	3,124 美元/盎司
铝	将在 19,500-22,000 人民币区间运行	20,560 人民币/吨
铜	仍有机会再度站上 10,000 美元	9,659 美元/吨
原油	短期中枢或位于 65-70 美元/桶	74.74 美元/桶
小麦	保持平稳至下行趋势	537 美分/英斗
大豆	保持平稳至下行趋势	1,015 美分/英斗
玉米	保持平稳至下行趋势	457 美分/英斗

2025年1月，美元指数一度突破110关口，创2022年11月以来新高，主要受美国就业数据强劲和美国政策预期支撑。但随着美国经济衰退担忧与降息预期升温，美元指数波动回落至103水平。加息前景乐观支持日元今年一季度领涨非美货币。欧盟计划增加国防开支提振欧元表现。

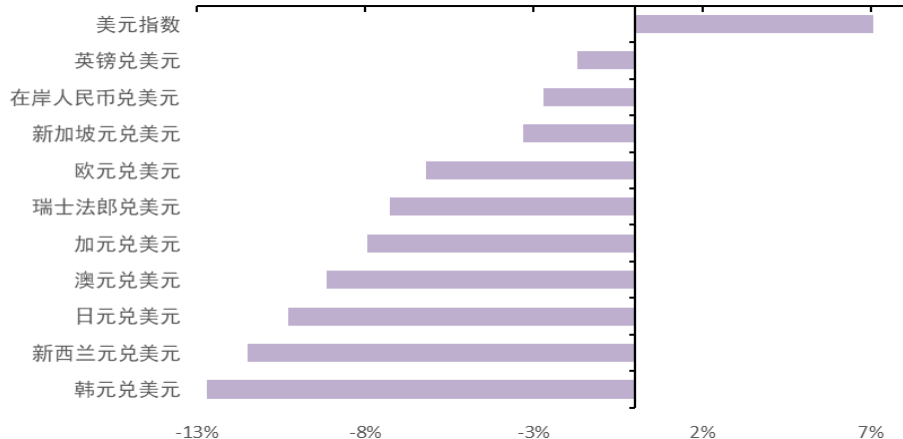
展望2025年余下时间，对等关税的后续发展以及环球央行的政策将左右外汇市场表现。中性情况下，我们预期：

- **欧元：**兑美元靠稳，2025年底将为1.09
- **美元：**维持今年先高后低的看法
- **英镑：**关税风险定价时相对表现优异
- **人民币：**偏弱震荡但难大幅走贬
- **日元：**贸易战仍在持续 可能会再次贬值

2025年一季度主要货币兑美元表现*



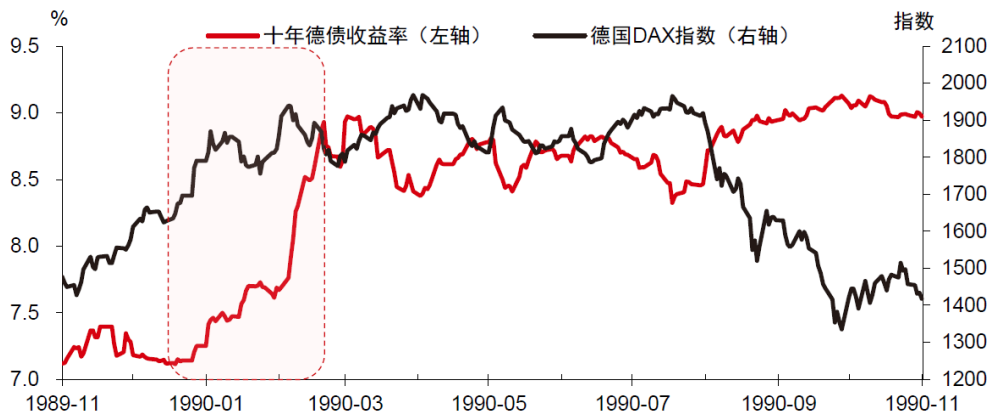
2024年主要货币兑美元表现



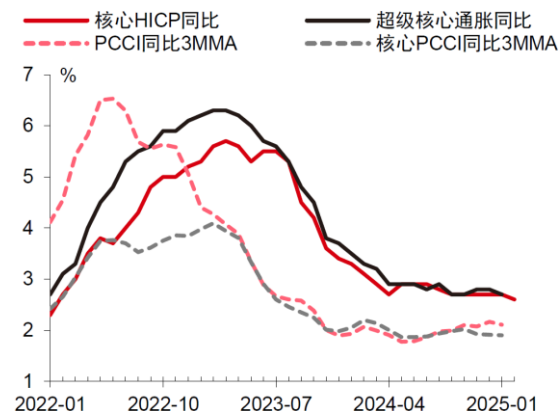
资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至31/3/2025

- 欧央行今年3月如期降息25基点，表示其货币政策“正有意义地减少限制性”。相较于欧央行按部就班的决议，欧盟“重新武装欧洲”的方案和德国“不惜一切代价”的财政增支计划近日更受市场关注，我们认为两者将对欧洲经济形成不容忽视的积极影响，也可能在基建等领域产生潜在商机。
- 欧盟表示6,500亿欧元的体量大致对应各成员国在未来四年增加平均相当于GDP水平1.5%的国防支出，我们假设欧盟的财政乘数是Afonso & Leal (2019) 测算的0.44，则增支计划若足额落地或能在未来四年给欧盟GDP形成每年接近0.7%的提振。
- 拉加德表示增加国防和基建开支可能提振欧洲经济增长，但这尚属进行中的工作、与欧央行货币政策不直接相关。欧债收益率和欧元或会受阶段性支撑，但我们仍然预计欧央行会在4月和6月各降25基点后维持存款便利利率于2%。
- 我们预期欧元兑美元靠稳，于2025年底将为1.09。

两德统一前后德国财政扩张预期曾使德债收益率升势持续近两个月



各种衡量欧元区基础通胀的指标

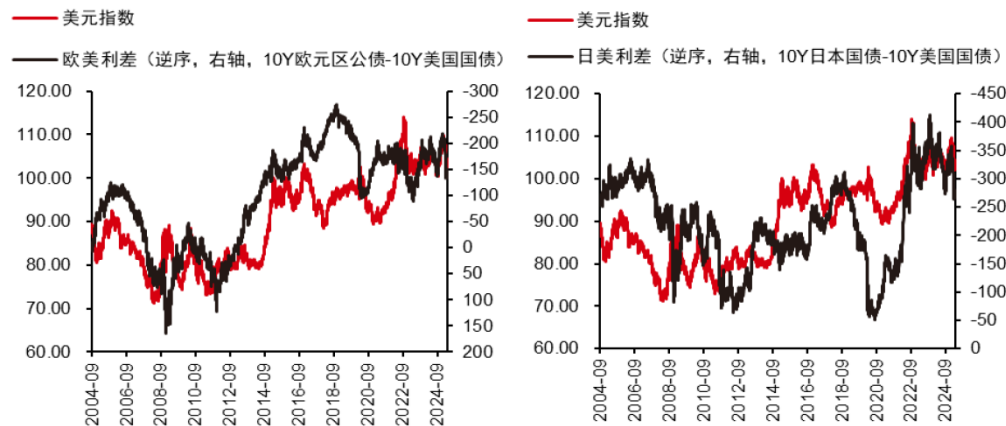


资料来源：LSEG Datastream、中信证券

美元：维持今年先高后低的看法

- 特朗普宣布“对等关税”政策后，美元指数不涨反跌，日元和瑞郎作为传统避险货币表现亮眼。在对个别国家和地区单独加征关税落地前，各经济体与美国的谈判存在不确定性，我们预计美元指数短期维持高波动。
- 美元指数的交易逻辑或仍在于美国与欧日等非美经济体在货币政策以及基本面表现的差异，单纯的贸易逆差收窄甚至转为顺差并不能支撑美元走强，同时美元指数或也难在“衰退预期”发酵中单边大幅下行。“对等关税”出台后，增加市场对全球衰退的担忧，交易员提高对美联储今年降息的预期，根据芝加哥商品交易平台 (CME) 的 FedWatch 工具显示，今年年底会降息4次 (每次25基点，数据截至7/4/2025)，市场降息预期升温可能短期压制美元指数表现。
- 美元的长期逻辑则相对复杂，且存在多个矛盾点。一是加征关税或率先引发贸易国货币走贬，与弱美元政策矛盾。二是弱美元引导贸易顺差与美元维持其国际储备货币地位之间存在矛盾。三是加征关税背景下，美国通胀或反复并导致货币政策难以宽松，美元指数难以大幅走弱。
- “对等关税”落地后美元指数亦出现有悖于市场预期下挫，反映美国逆全球化举措进一步损害美元信用。跟据我们年初预测，美元指数**2025年将先高后低，下半年区间在100-106。**

美元指数和美欧日央行在货币政策取向差异存在相关性



资料来源：Wind、中信证券

英镑：关税风险定价时相对表现优异

- 当地时间3月26日，英国财政大臣里夫斯公布工党政府的第一份春季财政声明，拟削减总计**48亿英镑**的福利。这堪称自**2010年卡梅伦政府**颁布紧缩政策以来最大幅度的削减开支。除支出削减措施外，春季声明还公布了新的英国预算责任办公室 (OBR) 预测以及英国借贷预测，这些都大致合乎预期。
- 虽然英镑在关税事件期间表现相对较好，但我们认为英镑仍存在再次受到财政下行压力的风险，这类似于今年1月中旬的情况。1月时受累于市场抛售，英国**10年期金边债券**收益率大幅上升，升穿**4.9%**水平，英镑暴跌，这种罕见的组合反映出投资者对通胀持续高企、英国紧缩财政预算以及英国政府偿债能力的担忧。
- 然而，春季财政声明发布后，虽然英国**10年期金边债券**亦于3月27日曾升穿**4.8%**水平，但其后回落。
- 鉴于我们认为在财政问题上英国政府有能力应对，市场围绕英镑的偏空情绪可能被过度渲染。我们对英镑较为乐观的另一个关键支持因素是英国经济看起来相对不受全球贸易战的影响，在关税风险定价时英镑相对表现优异，因此跌幅可能有限。
- 我们预期英镑兑美元/英镑兑欧元于**2025年底**将为**1.270/1.165**。

英伦银行政策利率及10年期金边债券收益率



- 短期来看，关税压力下中国经常性账户韧性受到挑战，汇率面临基本面压力。但美元指数在市场“衰退”交易逻辑下偏弱运行，一定程度缓解了人民币汇率的外部压力。
- 另外，中国汇率制度是有管理的浮动制度，央行多场合重申汇率重要性，稳定汇率可能是央行当前工作的重中之重，**人民币汇率7.35是关口**。另外，由于DeepSeek和哪吒等中国科技和中国元素横空出世，引发市场思考美国市场前景以及中国资产被低估的可能性，叠加外资的唱多和流入国内，增强了人民币的信心。
- 叠加国内政策发力的预期和央行稳汇率政策保持强度，中长期视角关注内地政策发力情况以及潜在的中美展开经贸磋商对于人民币汇率的支撑。
- 从另一角度，我们选取了主流汇率理论进行探讨和分析，将不同理论下的测算结果汇总在右面表中。测算的主要逻辑是采用理论解释性好且相关度高的指标来拟合人民币汇率的走势，并观察当前汇率是否显著偏离合理运行中枢。
- 在中期维度上，以学界使用最多的**BEER**行为均衡模型进行测算，结果显示当前人民币均衡汇率可能在**7.3-7.4**之间。
- 在五个理论中，利率平价理论对人民币的均衡汇率预期最弱，利差视角下人民币均衡汇率可能在**7.4-7.6**之间。

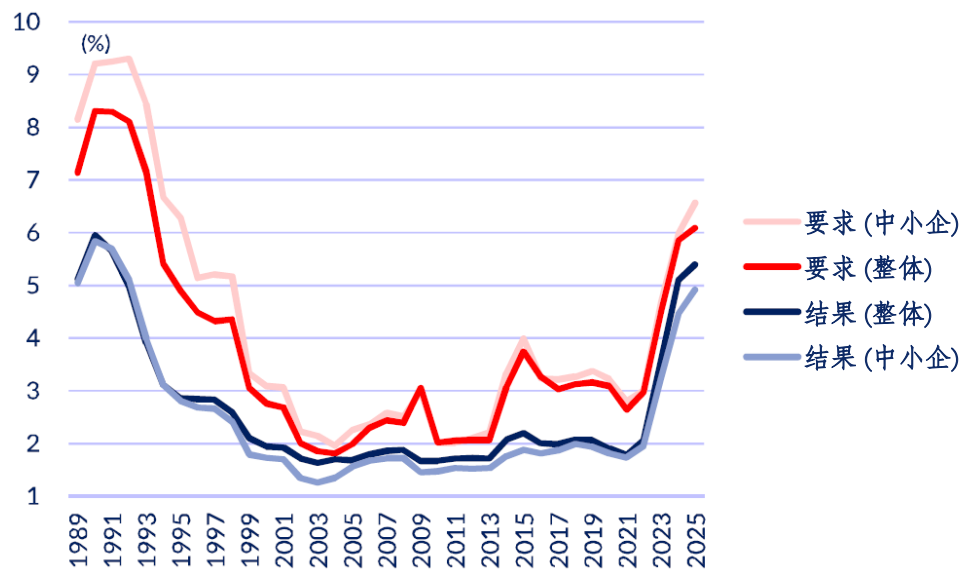
人民币均衡汇率测算汇总表

理论	均衡汇率的结果	模型的优劣
相对购买力平价理论	6.70-6.90 (6.80)	考虑通胀变化但是无法完全捕捉短期汇率波动
绝对购买力平价理论	3.99 或 4.40	忽略了交易成本、关税、非贸易商品等因素
风险溢价理论	7.30-7.40 (7.32)	风险溢价和汇率相关性为 65.3%，拟合度中等 43.1%
利率平价理论	7.40-7.60 (7.50)	中美利差和汇率相关性为-93.2%，拟合度极高 85.5%
行为均衡理论	7.30-7.40 (7.35)	学界使用最多，适用中期维度判断，拟合度较高 75.2%

日元：贸易战仍在持续 可能会再次贬值

- 今年3月21日，日本工会成功争取薪资同比增加**5.4%**，远高于市场预期。由于人口持续缩减和因辞职而导致的破产增加（由于劳动力短缺导致的破产数量在2024年同比增长了32%），预计这种趋势将不会减缓。鉴于日本国内工资压力足以支持加息，日本央行于今年1月恢复了加息，将政策利率提高25个基点到**0.5%**，但这可能是“二合一”的加息，下次加息可能只会是10个基点。
- 货币政策声明中的信号以及近期日本经济增长和通胀上升都表明进一步加息的可能性很大。随着日本央行加息并释放鹰派信号，支持日元今年一季度领涨非美货币，兑美元涨近**5%**。不过，日本银行行长上田表示“对等关税”增加了不确定性。由于中央银行曾将不确定性作为过去暂停加息的理由，我们认为加息将被推迟。
- 特朗普“对等关税”加征幅度和广度显著超预期，与2018-2019年相比，美联储受制于通胀难以提供“Fed Put”，即市场跌至一定水平以下，释放鸽派政策讯号使信心上升。美元指数难以大幅走弱。
- 此外，高额关税将对以出口为主的日本经济造成严重打击，特朗普的贸易战仍在持续，当市场消化这情况后，日元可能会再次贬值，预计到**2025年底美元兑日元将达到153**。

工会的加薪要求和结果



资料来源：CEIC、中信证券

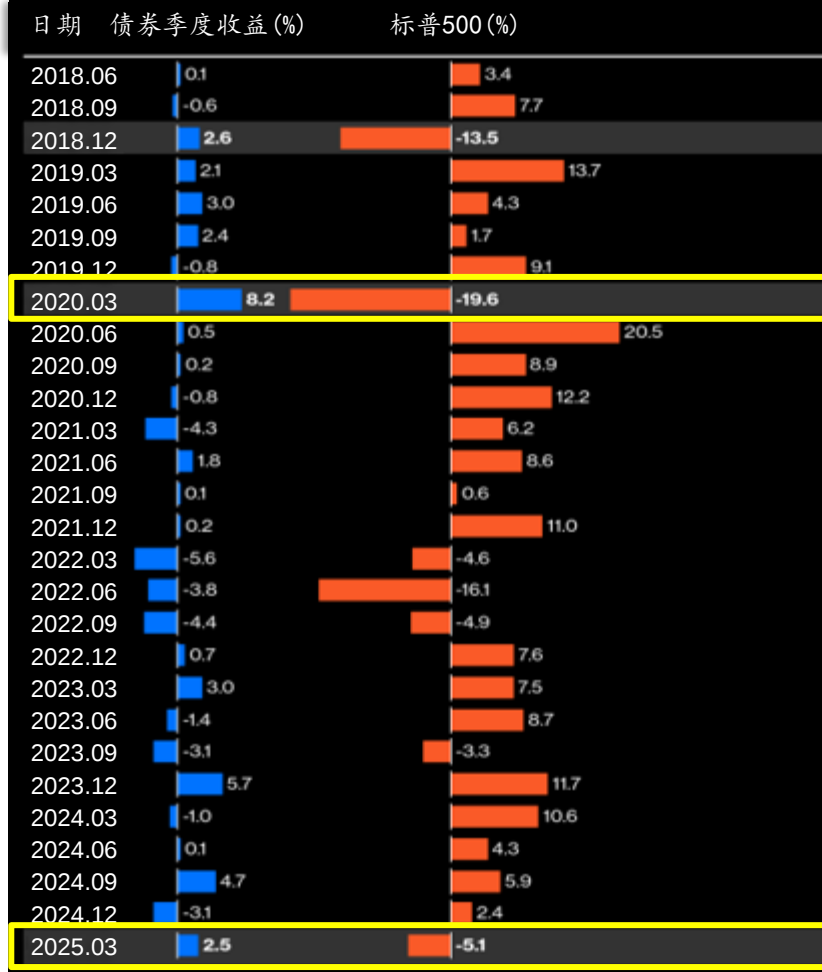
货币	今年二季度预测	2025年预测	走势分析*	现时价格*
欧元			增加国防和基建开支可能提振欧洲经济增长，预期欧元兑美元靠稳，于 2025 年底将为 1.09 。	欧元兑美元: 1.0816
美元			美国逆全球化举措进一步损害美元信用。美元指数 2025 年将先高后低，下半年区间在 100-106 。	美元指数: 104.21
英镑			受财政下行压力，但相对不受全球贸易战影响，预期英镑兑美元/兑欧元于 2025 年底将为 1.270/1.165 。	英镑兑美元: 1.2918 英镑兑欧元: 1.1944
人民币			短期偏弱震荡但难大幅走贬。中长期关注内地政策发力情况及潜在的中美展开经贸磋商。	美元兑在岸人民币: 7.257
日元			特朗普的贸易战仍在持续，日元可能会再次贬值。我们预计到 2025 年底美元兑日元将达到 153 。	美元兑日元: 149.96



债券

- 愈演愈烈的全球贸易战正在加剧美国经济成长急剧放缓的风险，并影响投资者的投资组合。
- 受到特朗普一系列关税政策影响，今年前三个月股票和债券都在剧烈震荡，但在这种背景下，有一件事变得愈加明显：即使美元作为避风港的地位发生动摇，但债券相比股票是一个更好的押注。
- **美债一季度的表现优于股票**，涨幅有望超过2%，而标普500指数为下跌约5%。这是自2020年3月疫情爆发以来股市首次在三个月的时间跨度内下跌，而债券上涨。

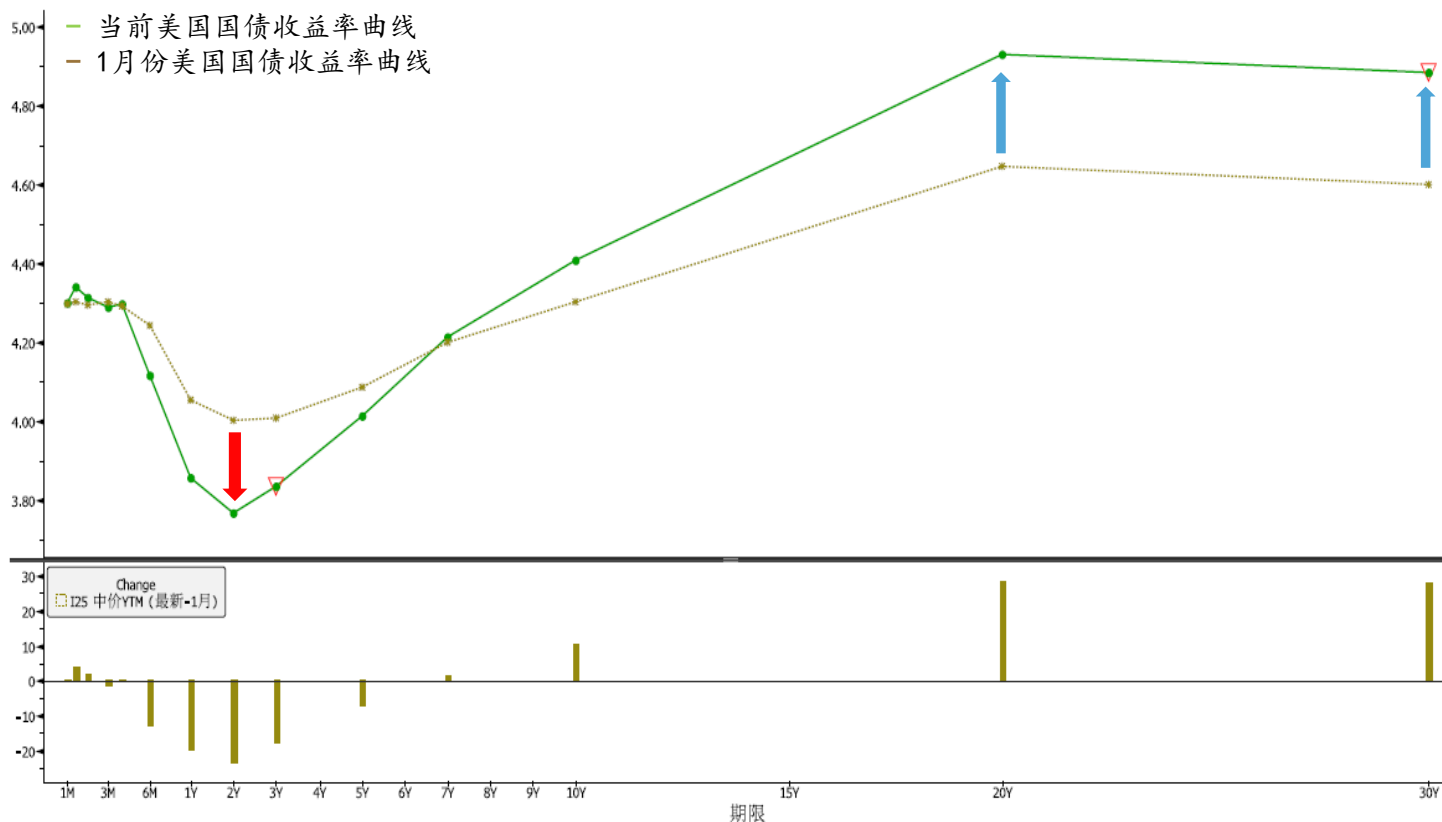
美债季度涨幅近五年来首次超过美股



资料来源：彭博 截至03/31/2025

- 市场对美国经济衰退担忧增加，加之避险需求提升，推动美国收益率曲线陡峭化。当前美国国债收益率曲线相较1月份，前端收益率下降，长端收益率上涨，有明显陡化趋势。

美国国债收益率曲线对比



- 短年期债券波动性较低，而且恢复时间较短，所以能够达到平稳增长，有利于对冲市场波动带来的冲击。

债券近一周表现

4月2日起	短期	中期	长期
美国国债	0.21%	-0.55%	-2.19%
全球投资级债券	-0.23%	-1.39%	-2.08%
全球高收益债券	-2.14%	-3.31%	-3.15%

1-3年期与7-10年期的总回报指数对比



免责声明：

本文由中信证券财富管理(香港)撰写。中信证券财富管理(香港)是中信证券经纪(香港)有限公司和中信证券期货(香港)有限公司的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理(香港)或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理(香港)的官方观点和利益(包括投资研究部门的观点)存在差异，也可能不存在差异。

本文不包含支持投资决策的全部信息，您不应依赖它来评估投资任何证券或产品的优势。此外，读者应对法律、监管、税务、信用和会计方面的影响进行独立评估，并与其金融专业人士一起确定此处提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获得所有可用的相关信息。所载任何预测、数据、意见或投资技术和策略仅供参考，基于某些假设和当前市场状况，如有更改，恕不另行通知。

虽然信息来自被认为可靠的来源，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

任何人士于某司法管辖区其中作出购买或出售证券的邀请或招揽属违法时，本文不应被解释为发出此类邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪(香港)有限公司(下称“中信证券财富管理(香港)”，中央编号AAE879)，一家受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司发表及分发。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用法律和法规，中信证券财富管理(香港)、其各自的关联公司或与中信证券财富管理(香港)有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理(香港)和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本文。中信证券经纪(香港)有限公司2025版权所有，并保留一切权利。