

2025 年 3 月 31 日

全球宏观

海湖协议魅影，特朗普的改革理想与现实约束

李少金

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

- ④ 美国当前衰退迹象尚不明显，但就业和企业支出或有隐忧。美国国家经济研究局（NBER）指标与衰退阈值仍有距离，主流预测模型未触发警报，然而就业市场与企业资本支出可能成为关键脆弱点。就业市场延续“放缓但不崩塌”的特征，但离职率下降、跳槽溢价消失等迹象显示活性正在降低；企业资本支出意愿在政策不确定下回落，若二者形成负向循环或将加速经济下滑。美联储面临通胀风险与就业脆弱性的政策两难，后续操作窗口极为有限。
- ④ 美国“财政戒断”：说起来容易，做起来难。美国政府支出四十年来持续扩张，呈现明显“棘轮效应”——危机期间快速增长而后未能相应收缩。自由裁量空间较小，使得当前财政紧缩面临空前挑战。家庭财富对股市波动敏感度创新高，而企业盈利高度依赖政府支出。以上因素使得特朗普收缩支出处于两难：坚持紧缩可能引发衰退并使财政目标脱轨；放弃紧缩则违背财政纪律承诺。财政-市场-经济的紧密耦合使得特朗普能否真正承受“财政戒断痛苦”仍存疑问。
- ④ “海湖协议”构想存在多重瑕疵，实际操作可能更加务实。“海湖协议”作为可能的特朗普贸易政策的理论基础，源自白宫经济顾问米兰的论文。理论认为美国经济失衡源于美元高估，而试图同时实现再工业化与维持美元霸权的矛盾目标的一个手段便是通过关税让他国承担更多成本，也是特朗普对于关税的执念来源。“海湖协议”构想包括将美国国债转换为超长期特殊债券等激进措施。但构想存在多重瑕疵：过度依赖供给侧经济学假设、低估支出削减难度、简化关税效果评估、忽视政治制衡。历史经验表明美国政府通常会在经济现实与政策理想冲突时做出务实调整，而特朗普面临财政依赖困境可能迫使其采取更渐进的策略。
- ④ 简单复制“里根模式”或难以奏效，但范式转变仍会带来波动和不确定性。与首任期不同，特朗普 2.0 面临高利率、高赤字和沉重利息负担的严峻财政环境。虽试图复制“里根模式”，但当前债务率高企、国际竞争加剧等因素使简单复制或难以奏效。但特朗普 2.0 的政策改革尝试或标志着美国可能正处于政策范式转变临界点。美国过去二十余年来“遇衰退即刺激”的政策模式下，长期累积的债务、资产泡沫和结构失衡需要时间消化，必然伴随着波动和不确定性。
- ④ 特朗普政策预期反转下的资产价格重估。特朗普政策预期反转导致资产价格明显偏离其首任期轨迹，市场担忧激进减税和广泛关税带来的通胀压力、财政风险及企业盈利冲击。尽管短期经济数据显示韧性，但高利率环境与特朗普减赤字、弱美元和制造业回流的政策目标相悖，美联储面临降息压力，“软着陆”窗口收窄，浅衰退降息概率上升。展望后市，1）信用利差或随政策不确定性上升；2）美股可能继续波动，估值仍有回调压力；3）美债 10 年期利率预计维持在 4.0-4.5% 区间；4）美元指数短期或受政策不确定性和滞胀担忧压制，但实际政策落地若低于市场担忧，可能引发反弹。

目录

美国衰退风险几何？——尚不明显，但或有隐忧.....3

美国“财政戒断”的两难.....12

美国财政呈现显著“棘轮效应”，衰退成本巨大.....12

美国家庭财富对股市波动的敏感度空前提高.....14

美国企业盈利当前对政府支出更依赖，紧缩影响会更显著.....15

海湖协议魅影，特朗普改革理想与现实.....17

“海湖协议”：理想还是空想？.....17

为何特朗普政府需要改革？.....22

政策预期反转下的资产价格重估.....25

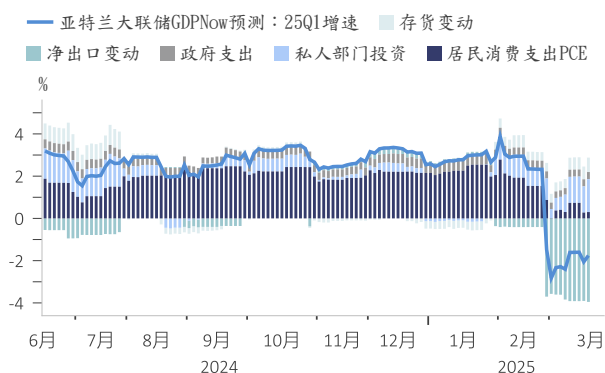
浅衰退降息的概率正在上升.....26

美国衰退风险几何？——尚不明显，但或有隐忧

⊕ 基于预期的短期行为不必然反映基本面的实质恶化

近期对于美国衰退讨论较多的一个源头，为亚特兰大联储的 GDP Now 预测数据显示美国 1 季度的 GDP 大幅度转负，而仅仅是在 2 月初，其模型还预测美国 1 季度 GDP 增速达到了 3.88%。预测数据显著回落的原因，主要在于净出口贡献大幅度降低——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 预测值。但这种基于预期的行为扰动短期经济数据，并不必然反映经济基本面的实质性恶化。

图表 1: GDP Now 预测美国 1 季度季环比增速大幅下降主要受到净出口贡献大幅下降所拖累



资料来源: Macrobond, 交银国际 *注: 最新数据截止到 3 月 21 日

图表 2: 从 GDP Now 细分项预测来看，美国进口季环比增速大幅增加，导致净出口大幅回落



资料来源: Macrobond, 交银国际 *注: 最新数据截止到 3 月 21 日

⊕ NBER 的衰退观测指标与阈值仍有相当距离

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，当前经济状况似乎并不支持衰退论调。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 3: 美国 NBER 观察的 6 项衰退指标中，尚未观测到衰退迹象

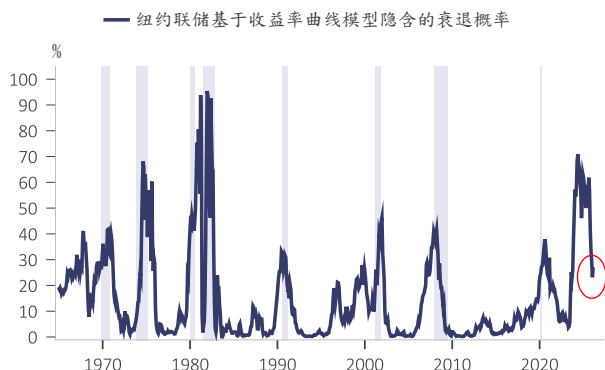


资料来源: Macrobond, 交银国际

衰退预测模型未触发警戒信号

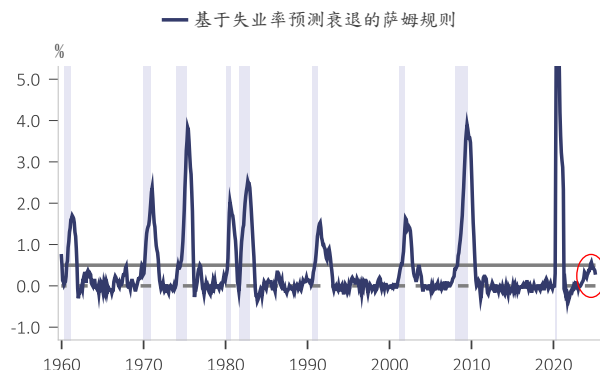
再从市场判断衰退的各类量化预测模型指标来看。目前，基于收益率曲线的纽约联储衰退概率模型显示，美国经济衰退可能性仍在下降区间，尽管近期有些许转折，但当前水平已远低于 2024 上半年的高点。另一个值得关注的指标是“萨姆规则”，该经验规则主要通过追踪失业率的变化来判断经济衰退，即当 3 个月移动平均失业率较过去 12 个月低点上升 0.5 个百分点或更多时，经济可能已进入衰退。虽然该指标曾在 2024 年 8 月短暂触发警戒线，但随后迅速回落，目前远离衰退阈值，反映劳动力市场尽管有所降温，但仍保持相对韧性。

图表 4: 纽约联储衰退模型显示当前衰退概率不高



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 基于失业率预测的萨姆规则也在远离衰退阈值

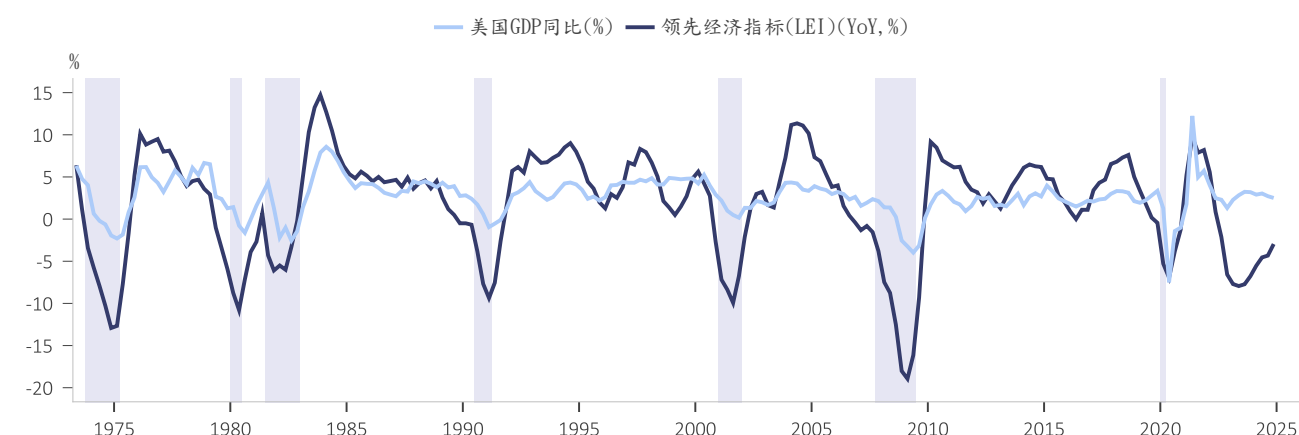


资料来源: Macrobond, 交银国际

⊕ 经济领先及同步指标多处于扩张方向

从美国经济领先指标以及同步指标来看：1）美国经济领先指数（LEI）仍处在上升轨道，而 LEI 通常能提前 6-12 个月反映经济转向；2）反映消费、就业和产出等多维数据的纽约联储的每周经济指数（WEI）——作为实时反映经济活动的高频指标，也未显示明显下滑迹象。3）美国经济咨询委员会同步指数主要衡量当前经济状况。最新数据显示，尽管存在各种不确定性，该指数保持上行态势，表明当前经济活动仍处于扩张区间。

图表 6: 美国经济领先指数（LEI）仍在持续回升



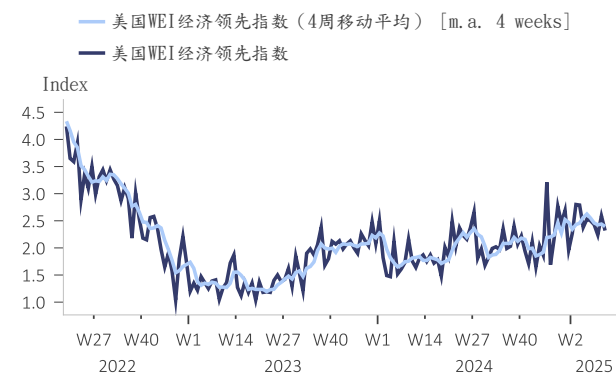
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 美国经济同步指数当前略有上行



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: WEI 领先指数未出现明显回落



资料来源: Macrobond, 交银国际

⊕ 软指标数据呈现分化态势

但与此同时，近期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的通胀预期数据都出现了大幅的变动，并指向“滞胀”情景，而消费者信心的弱化很可能会对未来消费支出产生抑制作用。

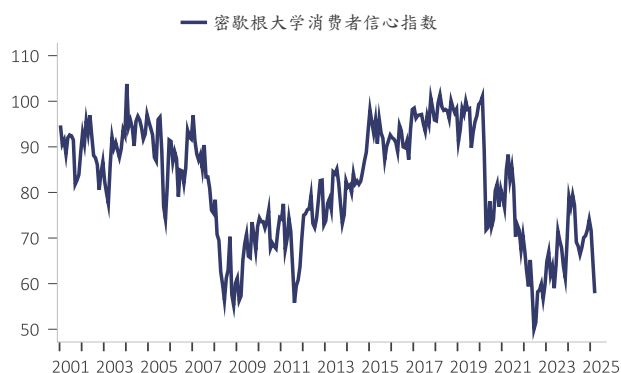
另一项重要的软指标数据—ISM 制造业 PMI 和服务业 PMI 当前均处于扩张区间，尚未显现明显的回落迹象。软指标间的分化现象并不罕见，特别是在经济转型期或市场动荡期，消费者情绪往往比企业活动更容易受到短期因素，例如能源价格波动、地缘政治不确定性等影响。

图表 9: 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 10: ...而消费者信心指数回落



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 11: 美国 ISM 制造业 PMI 和服务业 PMI 当前均在扩张区间



资料来源: Macrobond, 交银国际

⊕ 零售数据疲软加剧了市场对增长前景的担忧

2025 年初的零售销售数据表现低于预期，1、2 月的环比增速均不及市场预期，一定程度上加剧了市场对经济增长前景的担忧。细分来看，非必需消费品类的销售疲软尤为明显。但与此同时，季节性因素和极端天气影响也可能扰动了年初的零售数据。

图表 12: 美国零售销售在过去两个月转弱

	环比增速差(%)	2/2025	1/2025	12/2024	11/2024	10/2024	9/2024	8/2024	7/2024
零售销售	1.5	0.2	-1.2	0.7	0.7	0.6	0.9	-0.1	1.2
无店铺零售业	0.4	0.4	-0.1	0.9	-0.1	0.3	0.8	-0.4	0.9
运动商品、业余爱好、书及音乐商店	-0.3	0.2	0.5	0.5	0.1	0.1	0.7	-0.3	0.8
食品服务及饮吧	2.9	1.7	-1.1	0.6	0.3	-1.3	2.1	0.4	1.9
服装及服装配饰店	4.9	2.4	-2.4	0.5	0.4	0.0	2.1	0.0	-0.3
食品和饮料店	2.2	0.2	-1.9	-1.3	-0.7	-0.3	1.1	0.3	0.9
日用品商场	-1.1	-0.3	0.8	5.1	-3.2	-1.0	2.2	1.0	-0.8
保健和个人护理店	0.7	-0.3	-1.1	-0.4	0.5	3.0	-2.9	-2.4	0.1
建筑材料、园林设备及物料店	-2.3	-1.0	1.3	2.0	0.2	0.2	-1.4	-0.9	0.5
加油站	2.8	-0.4	-3.1	3.1	-0.8	-0.4	1.4	0.3	-1.0
机动车辆及零部件店	3.3	-0.4	-3.7	1.3	3.1	2.2	0.6	-0.3	4.4
杂货店零售业	-1.5	-1.5	0.0	-0.7	0.5	0.9	0.8	0.6	0.6
电子和家用电器店	1.2	0.0	-1.2	2.1	0.9	0.6	1.1	-0.1	1.5
家具和家用装饰店	0.1	-0.6	-0.7	1.2	-0.6	1.1	0.8	-0.9	0.2

资料来源: Macrobond, 交银国际

⊕ 消费支出有所转弱，储蓄率上升

美国居民的个人消费支出在过去两月有一定的下降，但有一定的季节性，仍需要更多数据观察。同时，个人收入增速出现了一定程度的放缓，且储蓄率有所上升，均可能反映了面对经济、政策不确定性的增加，家庭开始采取更为审慎的财务支出，并增加预防性储蓄。在过去加息的两三年中，美国经济持续韧性的一个重要原因就是总需求的强劲，特别是居民部门的支出。而当前储蓄率的持续上升往往伴随着消费者信心的下滑，二者形成相互强化的循环。

图表 13: 美国个人收入增速有所放缓



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 14: 美国居民储蓄率已有所反弹

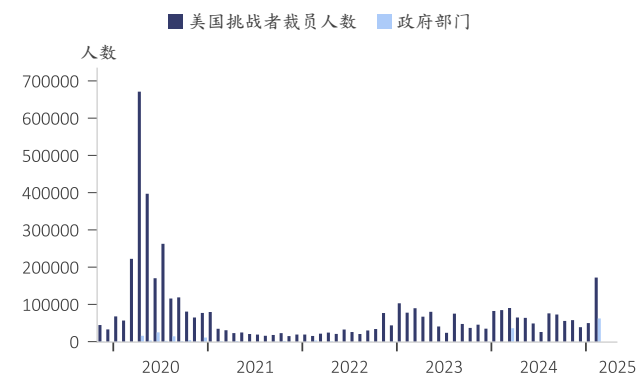


资料来源: Macrobond, 交银国际

④ 就业市场维持“放缓但不崩塌”的特征

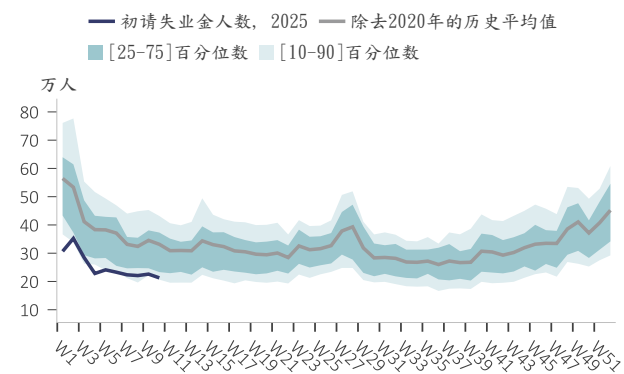
美国就业市场呈现出明显的冷却态势，但仍保持着一定程度的韧性，呈现“放缓但不崩塌”的特征。尽管政府裁员导致近期就业市场出现了一定程度的动荡，私营部门就业增长虽然放缓但仍保持正向扩张，特别是在医疗保健、专业服务等领域。同时，作为就业市场是否陷入实质性困境的最佳先行指标——初请失业金人数仍维持在相对稳定的水平。截至最新一周数据，初请失业金人数保持在 20 万左右的历史低位区间，未见明显上升趋势。

图表 15: 美国裁员人数在 2 月份大幅飙升，主要来自政府部门



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 16: 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

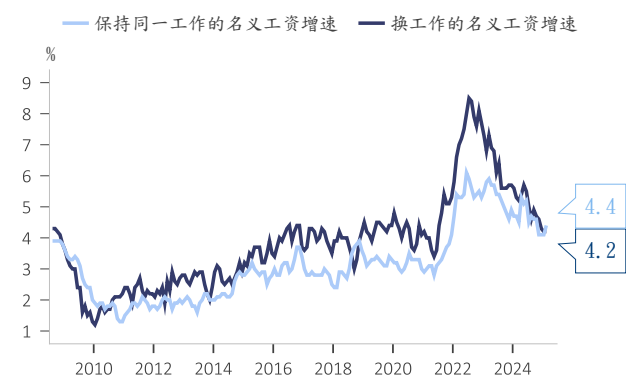


资料来源: Macrobond, 交银国际

尽管总体就业数据和初请失业金指标仍显示出一定韧性，但深入剖析劳动力市场的微观指标，如从跳槽工资增速和主动离职率来看，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

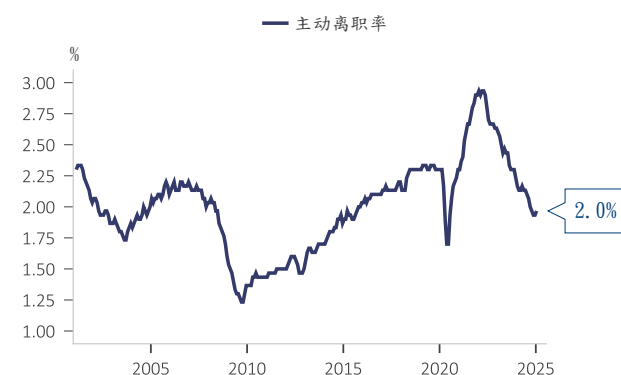
史高点。然而，当前跳槽员工的工资增速甚至已低于不换工作的员工，一定程度上反映了当前企业对未来经济前景的谨慎态度，招聘意愿明显减弱，不再愿意提供高溢价来吸引人才。

图表 17: 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 18: 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，资本支出热情已经出现了一定程度的降温。根据最新的费城制造业调查显示，资本支出计划指数已从前期高点回落，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。

然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 19: 政策不确定下资本支出扩张预期回落



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 20: 美国耐用品、资本品订单尚在回升



资料来源: Macrobond, 交银国际

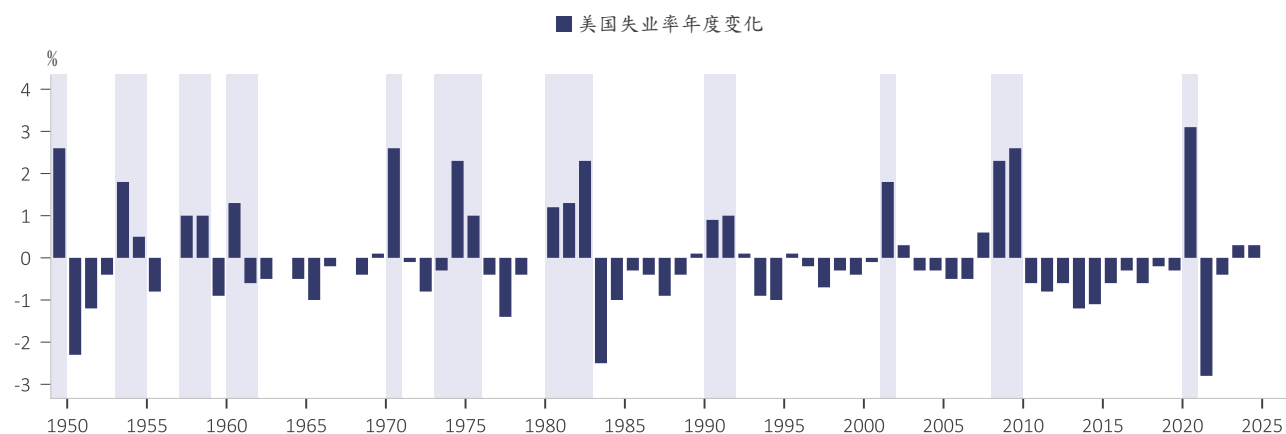
④ 就业市场和企业资本支出或有隐忧

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

* 就业市场：结构性转弱已经显现

当前，美国就业市场的结构性转弱已经显现，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。在最新的美联储 3 月 FOMC 会议的经济预测摘要中，委员们预测失业率中值在 4.4% 左右。回顾 1950 年以来，当失业率连续上行超过两个年度，且幅度达到 100 个基点之多时，美国基本上都进入了衰退。

图表 21: 1950 年以来，失业率连续上升两年，且累计幅度接近 1%，均出现了衰退



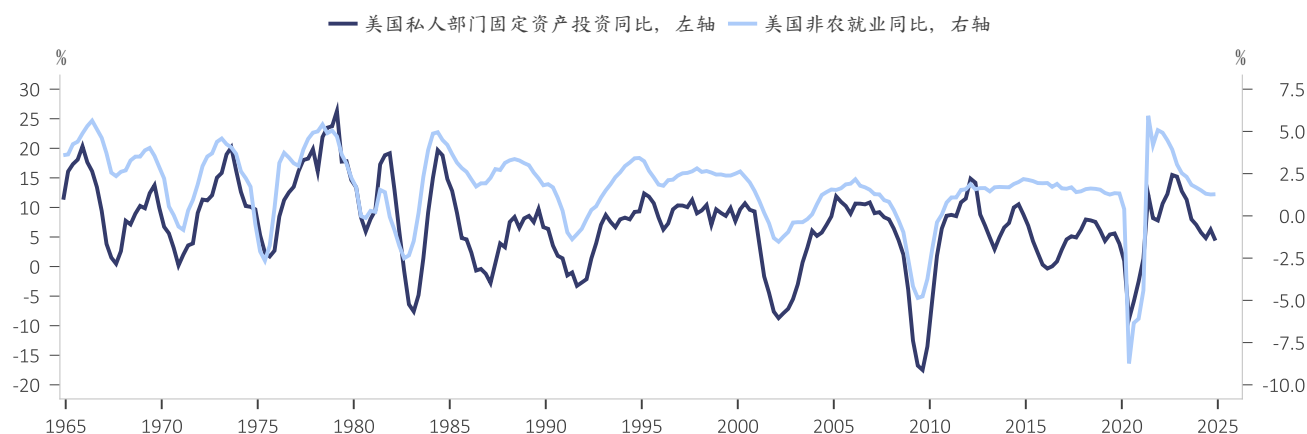
资料来源: Macrobond, 交银国际

* 企业资本支出：整体动能正在面临减弱风险

企业资本支出的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 22: 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

从政策应对角度看，美联储面临着极具挑战性的平衡任务。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；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。两难处境使得政策操作窗口极为狭窄，任何时机或力度的误判都可能放大经济波动。

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。短期内，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。同时，需密切关注非国防资本品订单、企业信贷需求以及区域制造业调查等指标，及时捕捉企业资本支出变化趋势。

美国“财政戒断”的两难

特朗普及财政部长贝森特近期均表达了继续“改革”的决心，乃至抛出了不会过分关注短期股市表现，并承认美国将经历“财政戒断期”，甚至对是否会引发衰退风险的直接提问避而不答。那么特朗普及其幕僚是否能够承受这种戒断的痛苦和代价？目前来看仍是有疑问的。

美国财政呈现显著“棘轮效应”，衰退成本巨大

过去四十年间，美国政府支出在经历了显著扩张。自 1980 年以来，美国政府支出占 GDP 的比例从约 10% 逐步攀升至当前超过 40% 的水平。同时，政府支出扩张的过程并非线性，而是呈现出明显的“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 年疫情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，美国联邦预算赤字率呈现波动上升态势。同时，债务利息支出占政府支出的比重也从历史低点显著回升，2023 财年已达到约 8.5%，预计在高利率环境下，美债付息成本滞后上升，利息支出将进一步攀升至 10% 以上。

更为棘手的是，美国财政结构中的刚性支出比例不断上升。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加剧的背景下也难以大幅削减，可供调整的“自由裁量”支出空间极为有限，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引领的财政效率部门（DOGE）从最初宣称的削减赤字 2 万亿美元改为 1 万亿美元，而时至今日进度仍较为缓慢。

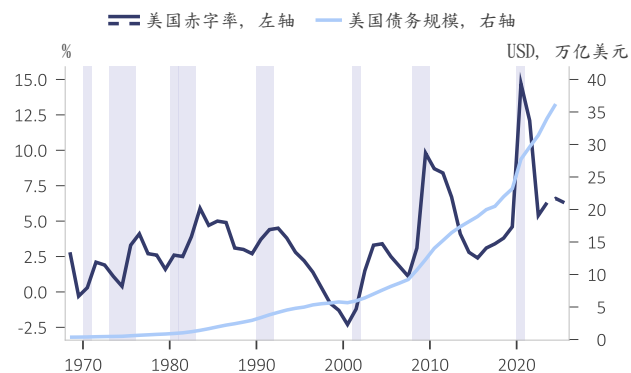
财政紧缩往往伴随着显著的经济和政治代价。对于特朗普政府而言，如果财政紧缩导致经济明显放缓或衰退，不仅会影响其中期选举前景，还可能损害其核心支持者的经济利益。历史数据显示，经济衰退期间美国财政赤字率通常会急剧攀升，往往达到 GDP 的 8-10% 甚至更高，主要源于自动稳定器机制（如失业救济金增加、税收收入减少）以及为应对衰退而采取的反周期财政刺激。对于致力于降低赤字率和债务水平的特朗普政府来说，经济衰退将是最不希望看到的情景，因为将使其财政目标彻底脱轨。

图表 23: 美国政府支出占 GDP 比例



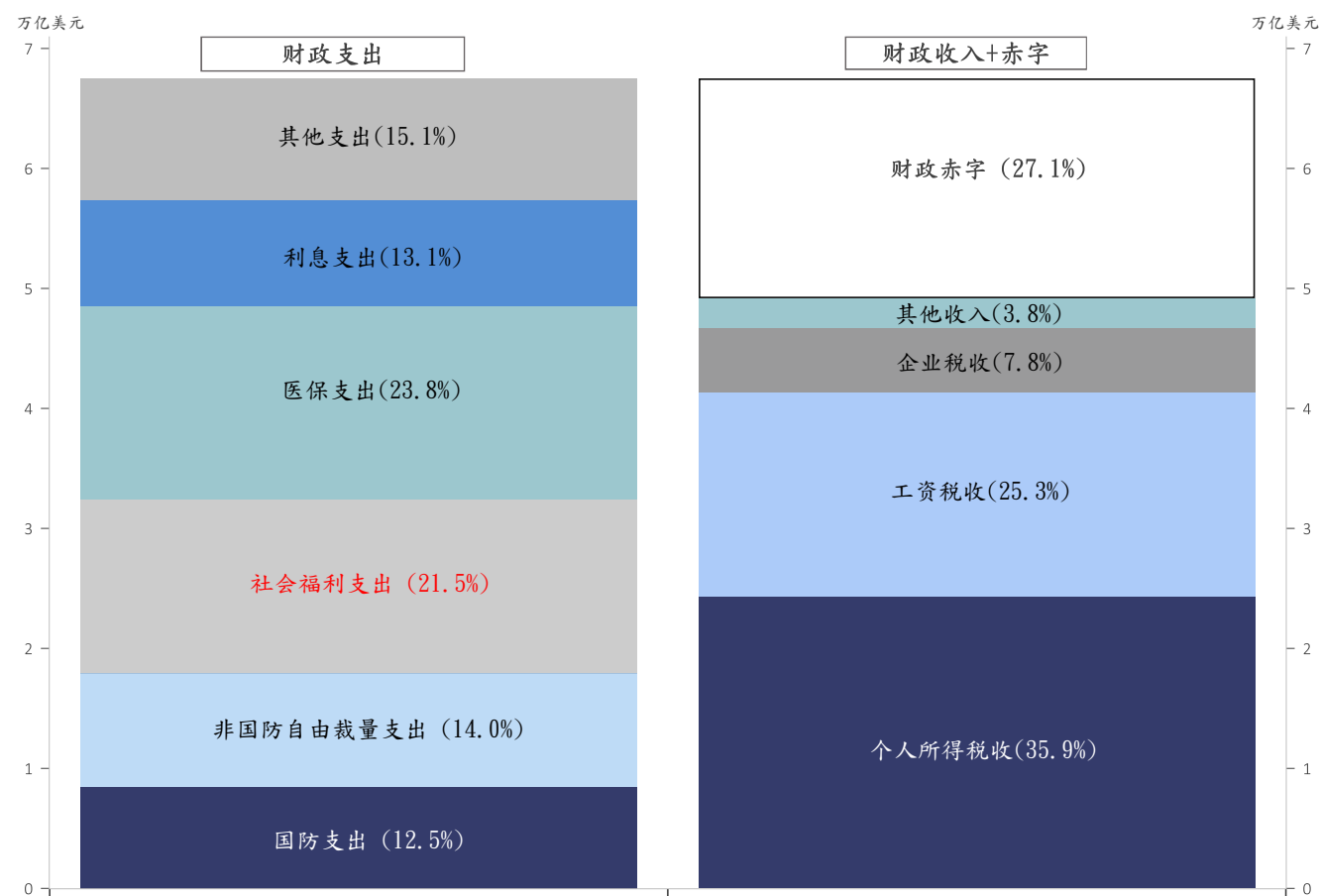
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 24: 美国赤字率与债务增长规模



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 25: 美国可供调整的“自由裁量”支出空间极为有限



资料来源: Macrobond, 交银国际

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是一个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已达到历史新高。

美国家庭金融资产中股票（直接持有和通过养老金、共同基金等间接持有）的占比已攀升至 43%，创下历史最高水平，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空前提高。

在 2020 年后，在零利率和大规模财政刺激的双重推动下，美股出现了历史罕见的快速上涨，标普 500 指数从 2020 年 3 月的低点到 2021 年底上涨超过 100%。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。根据哈佛大学经济学家 Gabriel Chodorow-Reich 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足以将美国经济推向衰退边缘。

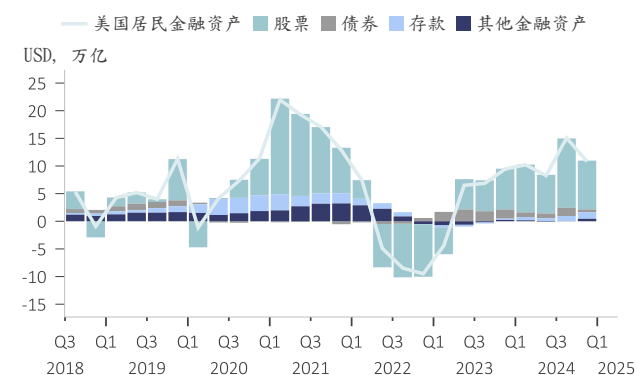
如果股市调整最终演变为经济衰退，政府将面临两难选择：要么违背财政纪律承诺，实施大规模救市和刺激措施；要么坚持紧缩立场，但可能迎接的是更深度和持久的经济衰退。

图表 26: 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 27: 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

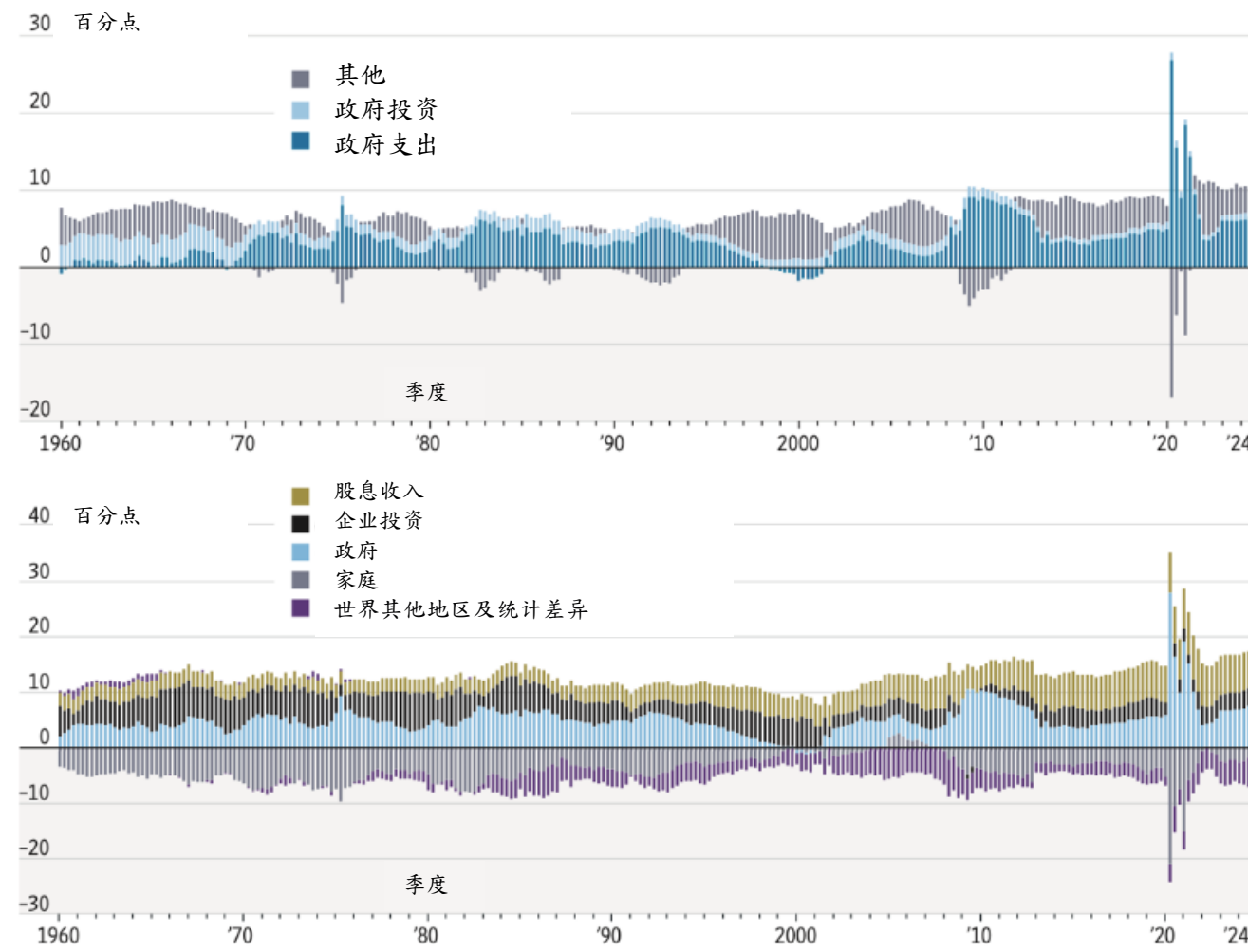
美国企业盈利当前对政府支出更依赖，紧缩影响会更显著

另一方面，自 2020 年以来，大财政的支持下，美国企业盈利得以稳定。根据华尔街日报引用的最新研究数据，自 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。

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。

图表 28: 美国近 60% 的企业盈利来自政府支出和投资

美国企业盈利占 GDP 比重，按净支出来源



资料来源: 华尔街日报, 美国 BEA, 交银国际

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 29: 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

海湖协议魅影，特朗普改革理想与现实

追本溯源，为什么此次市场会对特朗普 2.0 的预期形成错判？特朗普 1.0 时期，其优先考虑减税、放松监管和促进经济增长，而将关税问题后置。但在特朗普 2.0 时期，特朗普及其团队“重拳出击”，并无视股市调整、通胀上行和经济衰退风险，力求提高关税，寻求新的贸易平衡。而这一切的背后似乎都有理论支撑，尽管特朗普政府从未宣称有过此协议，但其行动和宗旨均在所谓的“海湖协议”中有所体现。

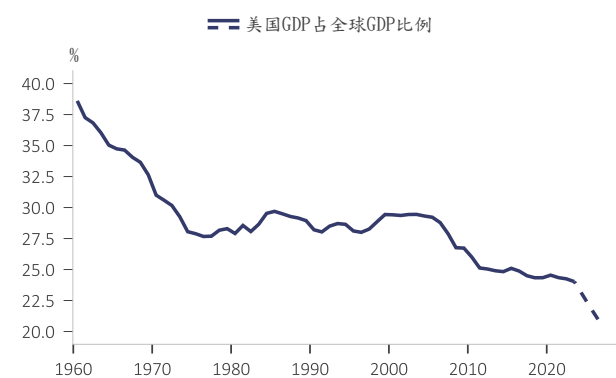
“海湖协议”：理想还是空想？

海湖协议的原始出处来自于白宫经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰于 2024 年 11 月发布的《重组全球贸易体系用户指南》，被广泛视为是特朗普经济政策的理论基础。在这篇论文中，米兰系统性地阐述了美国经济面临的结构性问题及其解决方案。

① 美国经济失衡的根源—高估的美元与特里芬悖论

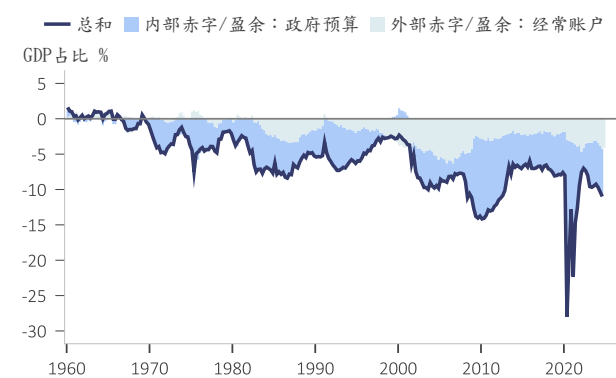
斯蒂芬·米兰的论文认为，美国当前经济失衡的根本原因在于美元持续高估，源于美元作为全球储备资产的缺乏弹性需求。根据“特里芬悖论”，作为储备货币发行国，美国必须通过经常账户赤字向全球输出美元，由于全球对美元和美国国债的非弹性需求推高了美元汇率，使得美国出口商品缺乏国际竞争力，最终损害了美国制造业。随着美国在全球 GDP 中的份额从 1960 年代的 40% 下降到现在约 26% 左右的水平，为全球贸易和储蓄池提供资金负担变得越来越沉重，美国只能运行更大的赤字来满足不断增长的需求。

图表 30: 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 31: 美国财政、经常账户双赤字不断上升



资料来源: Macrobond, 交银国际

⊕ 特朗普对于关税的执念的潜在源头

尽管美元作为储备货币削弱了其出口竞争力，但另一方面却赋予美国金融霸权，比如用金融制裁实现国家安全目标的能力。因此，尽管特朗普想要降低美元汇率以提高制造业竞争力实现其再工业化的目标，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的复兴。这种“既要又要”的诉求，就产生了通过关税等手段让其他国家为美国提供储备资产和安全保护承担更多成本。

斯蒂芬·米兰认为，关税是一种有效的政策工具，不仅可以提供政府收入，还能在与货币调整相结合时将通胀或其他不利影响降至最低。他认为关税的成本最终将由被征税国家通过其实际购买力下降来承担，形成“货币抵消”效应。特朗普在 2018 年“贸易战”中尝到了甜头，因为彼时关税最终由被征税国牺牲自身购买力的方式所承担，而对美国通胀影响有限。但此一时彼一时，今时今日美国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空前。

⊕ “海湖庄园协议”的构想

参考 20 世纪 80 年代美国与日本签订的广场协议。“海湖庄园”协议提出了一些雄心勃勃的全球金融重组计划，包括：

- * 要求世界主要经济体将手中的美国国债兑换成超长期（100 年）的不可交易、不付利息的特殊债券；
- * 通过美联储与其他央行之间的货币互换协议保障国际美元流动性；
- * 锁定各国央行美元储备货币地位，减少金融市场对美国国债的需求；
- * 利用国际紧急经济权力法对外国官方持有的美国国债征收使用费，使储备积累变得不具吸引力。

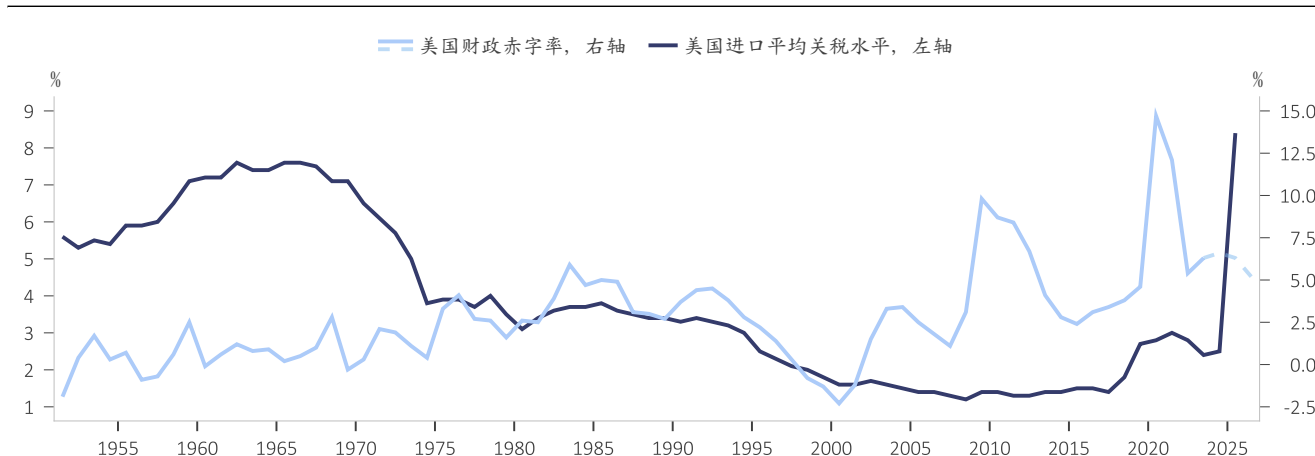
斯蒂芬·米兰还强调，任何货币政策调整都需要美联储的配合以缓解市场波动。财政贬值策略，如关税、出口补贴组合或消费税增加、工资税削减，也可以产生与货币贬值相似的经济效果。

不难看出，特朗普政府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，最终目标是将全球需求重新分配给美国，重振制造业基础。

⊖ “海湖庄园协议” 充满瑕疵且较为理想化，在实施上也会面临巨大挑战

- * 过于依赖供给侧经济学的理想假设，特别是对减税刺激经济增长效果的乐观预期。虽然 2017 年税改确实在短期内提振了经济活动，但其长期增长效应远低于最初预期，且未能实现“自我融资”。根据美国国会预算办公室（CBO）的评估，2017 年税改实际上增加了约 1.5 万亿美元赤字。当前环境下，在已有减税基础上的进一步减税很可能面临边际效应递减的问题，难以产生足够的增长红利来抵消税收损失。
- * 低估了政府支出削减的政治难度和经济风险。如前所述，美国政府支出中约三分之二为法定福利项目，剩余的“自由裁量”支出空间有限，且进一步削减可能对美国教育、基础设施和科研等关键领域造成不成比例的损害。且考虑到企业盈利和家庭消费对政府支出的高度依赖，激进的支出削减很可能使得经济“硬着陆”风险增加。
- * 过度简化关税经济效果。虽然提高关税可能在短期内增加一定的财政收入，但其长期效果高度不确定。一方面，关税提高可能导致贸易伙伴的报复性措施，损害美国出口；另一方面，关税成本最终很大程度上将转嫁给美国消费者和下游企业，形成事实上的隐性税负增加，与其减税刺激消费的目标相互矛盾。2018 年贸易战经验表明，关税收入远不足以抵消其对经济增长的负面影响。
- * 过于依赖行政手段，低估了美国政治体制中的制衡机制。虽然特朗普政府可能通过行政命令在某些领域，如监管改革、部分关税调整取得进展，但核心的税收和支出政策仍需国会批准。考虑到国会可能的分裂格局和党派对立，全面实施“海湖庄园协议”的政治可行性存疑。

图表 32: 美国提高关税对改变财政赤字影响有限



资料来源: Macrobond, 交银国际。注: 虚线为美国 CBO 预测

从近期特朗普和财政部长贝森特等官员的公开言论来看，政府似乎决心推进这一战略框架，即使面临市场波动也不轻易改变方向。然而，言论与实际政策之间可能存在显著差距，特别是当面临实际经济压力和政治反弹时。

历史经验表明，美国历届政府在面对经济现实与政策理想冲突时，通常会倾向于务实调整。里根政府在 1981 年实施大规模减税后，面对不断扩大的赤字，不得不在 1982（《税收公平与财政责任法案》）和 1984 年（《赤字削减法案》）通过多项税收增收措施部分抵消最初的减税效果。同样，克林顿政府在 1993 年放弃了竞选承诺的中产阶级减税，转而实施财政整顿计划（1993 年通过《1993 年综合预算协调法案》）。以上先例均表明，经济现实往往会迫使政府调整最初的政策立场。

对特朗普政府而言，前文分析的财政依赖现实构成了政策制定的核心困境：一方面，财政纪律要求控制政府支出；另一方面，过快或过度的支出削减可能引发股市调整、企业盈利下滑，进而威胁经济增长前景。

两难处境可能迫使政府在实际操作中采取更为渐进和选择性的财政调整策略，而非全面紧缩。但即使是渐进式的财政调整也将改变过去几年高度依赖政府支出的经济和市场环境。

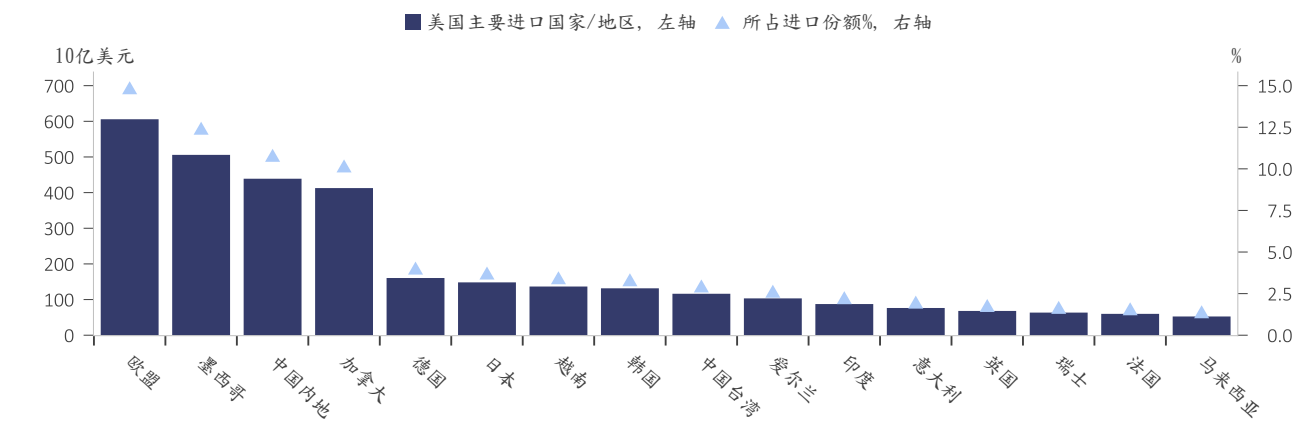
⊕ 关税第二波冲击正在逼近

随着 4 月 2 日“对等关税协议”的调查结果浮出水面，特朗普政府贸易政策的第二波冲击正在逼近。从美国主要进口来源国和现有关税水平的分析看，除了此前加拿大、墨西哥、中国内地之外，欧盟以及亚太地区的越南、印度、韩国以及中国台湾地区可能成为此轮关税调整的主要目标。

主要基于三个关键因素：1）以上这些经济体与美国存在显著贸易顺差；2）部分国家/地区现行关税水平高于美国，符合“对等”原则的调整逻辑；3）以上国家/地区在特朗普政府贸易议程中具有战略重要性，或作为其他国家供应链转移的替代地，或作为与美国竞争特定产业的对手。

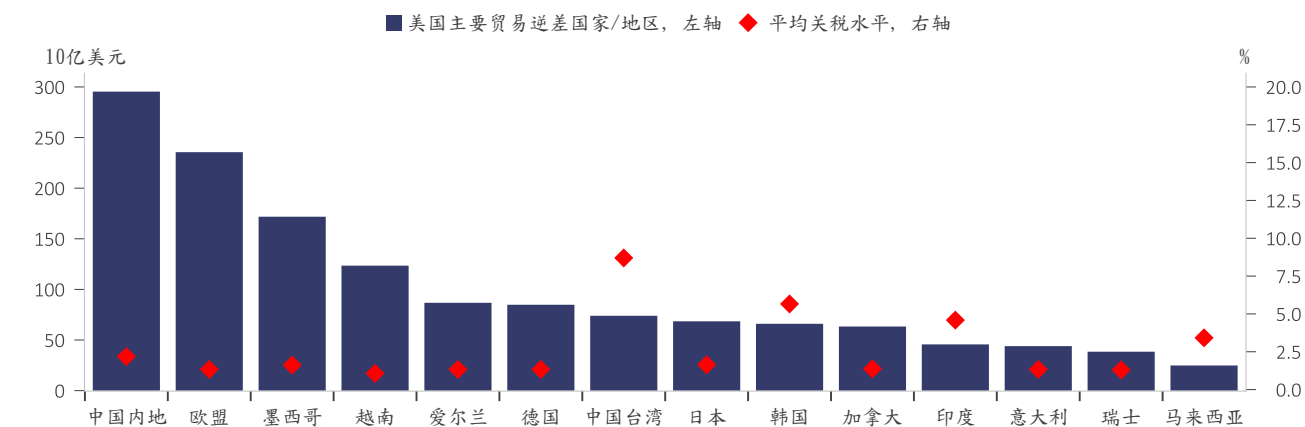
从产业角度看，此轮关税调整可能重点针对五大类别：汽车及零部件、消费电子产品、机械设备、钢铁铝材以及特定农产品。这些行业不仅代表了美国主要进口类别，也是特朗普政府认为受到“不公平贸易”影响的重点领域。

图表 33: 美国主要进口国家及地区和其相应的份额



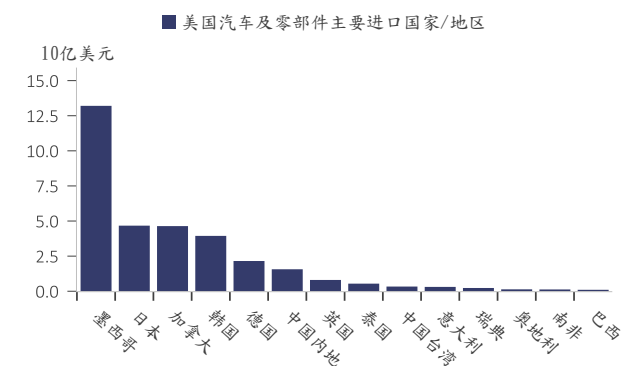
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 34: 美国主要贸易逆差国/地区及其相应的平均关税水平



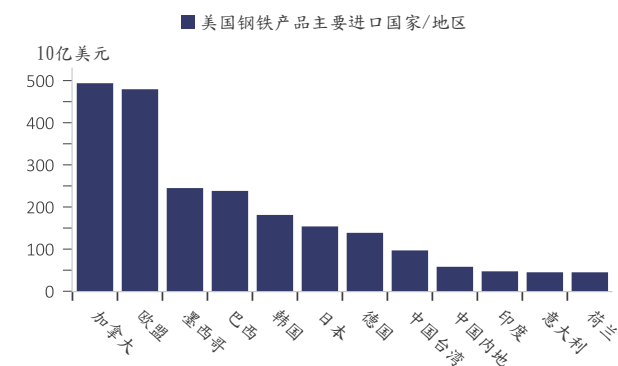
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 35: 美国汽车及零部件主要进口国/地区



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 36: 美国钢铁产品及主要进口国/地区



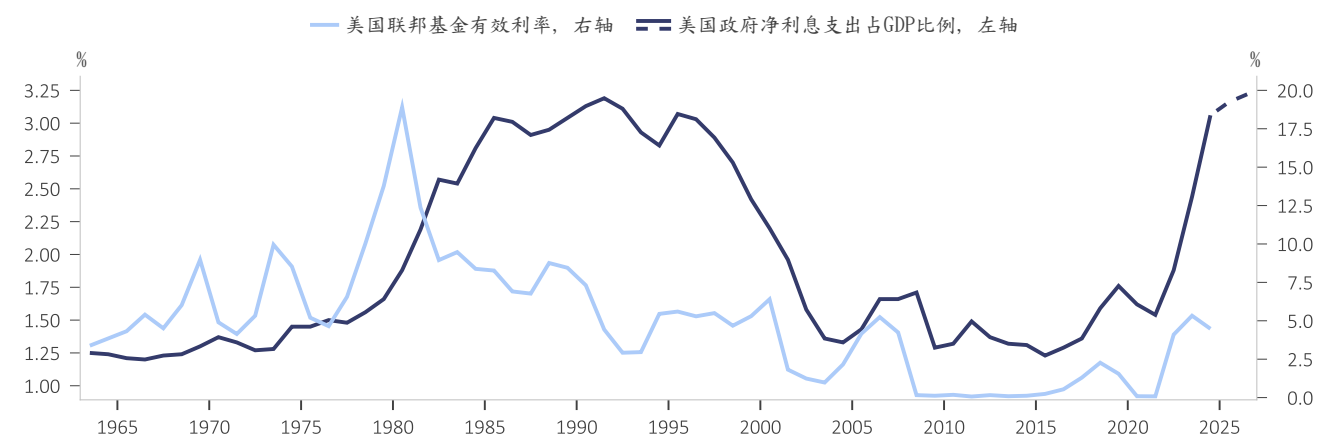
资料来源: Macrobond, 交银国际

为何特朗普政府需要改革？

特朗普 2.0 面临的宏观经济环境与 1.0 时期截然不同：当前，特朗普面临的是一个高通胀后遗症、高利率环境和严峻财务状况的美国经济。美国政策利率维持在 4.25-4.5% 的区间，为 2001 年以来最高水平；10 年期国债收益率在 4-5% 之间波动，较 2017 年初高出约 300 个基点；美国财政赤字率接近 6%，远高于经济扩张期的历史平均水平；利息支出已占 GDP 比例的 3% 左右，接近里根时期的历史高点，且呈现加速上升趋势，财政可持续性正面临严峻挑战。

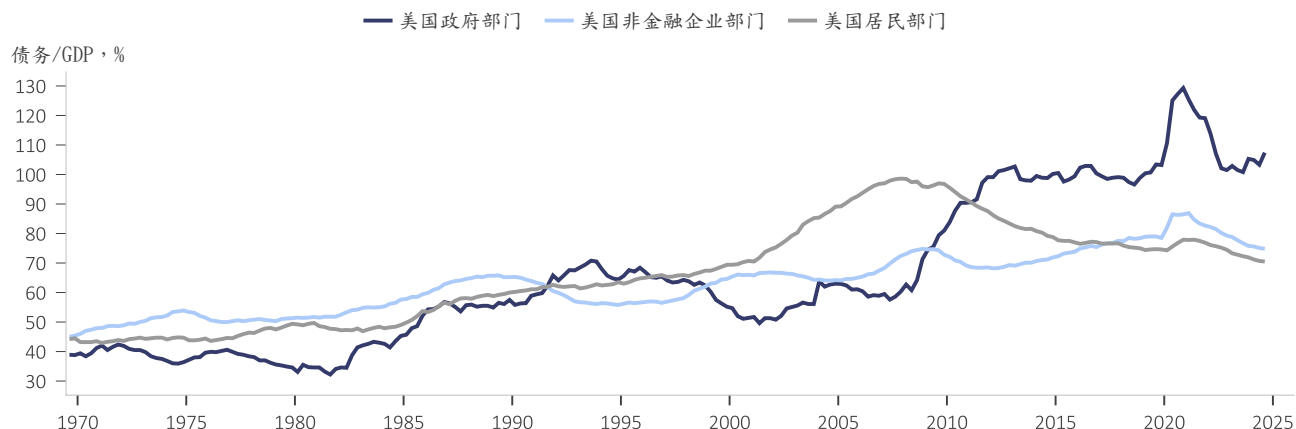
里根时代的历史借鉴在此背景下显得尤为重要。特朗普多次公开表达对里根的敬仰，并在多个场合引用里根时期的政策成就，就连竞选口号也是“MAGA”（Make America Great Again）。里根上任时同样面临高通胀、高利率和财政压力的三重挑战。1981 年，美国通胀率高达 10.3%，政策利率一度达到 19%，利息支出占 GDP 比例同样接近 3%。里根政府通过一系列激进改革，包括大规模减税、控制除国防外的政府支出、放松监管以及支持美联储的紧缩货币政策，最终成功降低了通胀，重振了经济增长，并在 1980 年代中期后期实现了较为稳健的财务状况。

图表 37: 当前特朗普面临的利息支出情况与里根时期有一定相似之处…



资料来源: Macrobond, 交银国际

特朗普 2.0 似乎正在尝试复制“里根模式”，但需要注意的是，当前环境与 1980 年代初有着关键差异：里根时期的债务与 GDP 之比约为 30%，而当前这一比例已接近 110%；里根时期美国在全球经济中的主导地位更为突出，而当前面临更为激烈的国际竞争；人口结构变化导致社会保障和医疗支出占联邦预算的比重大幅上升，限制了可调整的财政空间。以上差异均意味着简单复制里根模式可能面临更大挑战。

图表 38: …但特朗普 2.0 时期的政府杠杆率远高于里根时期

资料来源: Macrobond, 交银国际

从更深层次看，特朗普政府面临的改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，美国经济政策形成了一种特定的应对模式：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，包括大幅降息、扩张资产负债表和增加财政支出。这种模式在短期内确实有效缓解了经济下行压力，但也带来了三个长期后果：债务水平持续攀升、资产价格泡沫化趋势增强、以及经济对低利率和政府支持的依赖程度不断加深。

金融不稳定假说提供了理解这一过程的有力框架，即经济稳定本身会孕育不稳定。具体而言，长期的经济繁荣会促使经济主体（包括家庭、企业和政府）逐渐增加杠杆，承担更多风险，最终导致系统性脆弱性累积，为下一次危机埋下种子。而这一理论在 2008 年金融危机后获得广泛认可，被称为“明斯基时刻”。应用到当前美国经济，明斯基的理论框架揭示了一个关键悖论：过去二十年来，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。2001 年互联网泡沫破裂后的低利率环境助推了房地产泡沫；2008 年金融危机后的量化宽松政策虽然避免了经济崩溃，但也推高了资产价格并增加了债务水平；2020 年疫情期间的空前财政和货币刺激则直接导致了随后的通胀飙升，迫使美联储采取激进加息政策，形成了当前的高利率环境。

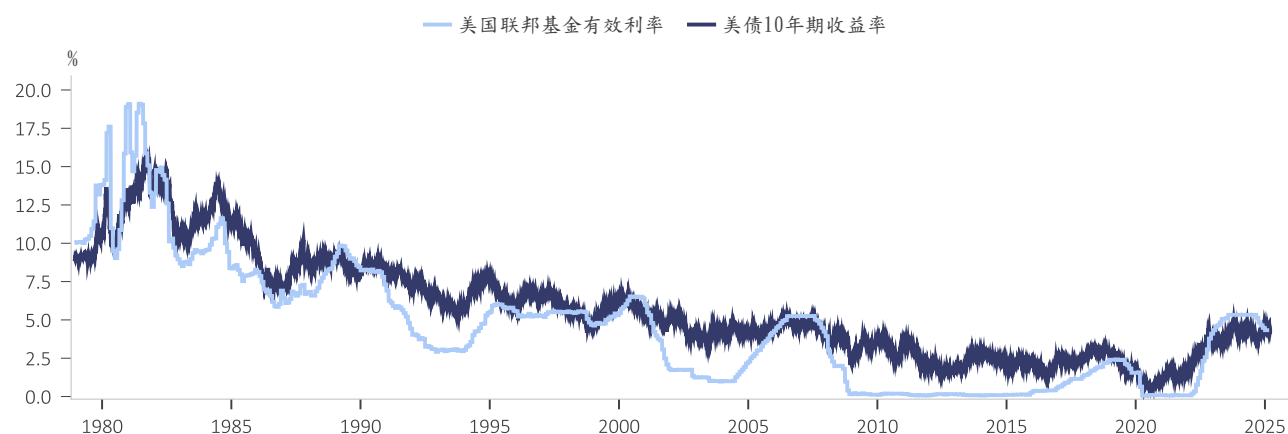
“物极必反”或者“均值回归”的周期性规律不仅适用于经济政策，也适用于政治和社会领域。长期的政策路径依赖会形成特定的思维惯式，使市场参与者和政策制定者难以想象替代性方案。当前市场对特朗普改革前景的怀疑很大程度上反映了这种思维惯性——习惯了低利率、高赤字和政府干预的政策环境，难以接受可能的范式转变。

历史表明，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美国经济自身。

从历史周期来看，美国可能正处于一个政策范式转变的临界点。过去四十年的新自由主义经济政策框架已显示出明显的疲态，表现为增长放缓、不平等加剧和金融不稳定性增加。特朗普政府的政策尝试，无论成功与否，都可能标志着这一长周期的终结和新周期的开始。过去二十年形成的投资逻辑——依赖美联储支持、预期政府干预、追逐资产泡沫可能不再适用于新环境。无论特朗普政府的改革尝试成功与否，美国经济都面临着不可避免的调整过程。长期累积的债务、资产泡沫和结构失衡需要时间消化，这一过程必然伴随着波动和不确定性。

图表 39: 过去 40 年，美联储不断降低利率，这一趋势直到 2020 年后才开始打破



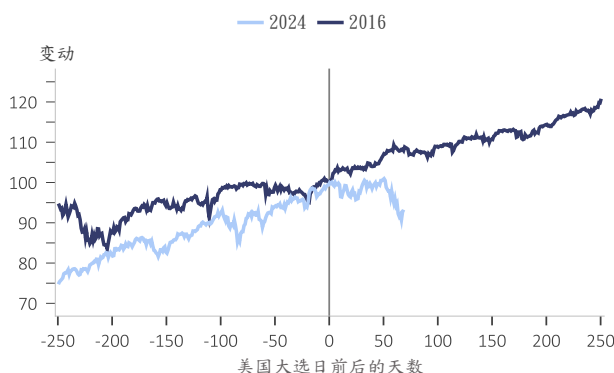
资料来源: Macrobond, 交银国际

政策预期反转下的资产价格重估

如我们在前述报告《美国优先投资政策下的市场博弈》中所提到，特朗普政策预期反转之下，资产价格走势已经明显偏离特朗普 1.0 时期的轨迹。当前市场调整的核心驱动因素，是市场对特朗普政府财政和贸易政策的重新评估，特别是对激进减税和广泛关税可能带来的通胀压力、财政可持续性风险以及企业盈利冲击的担忧。

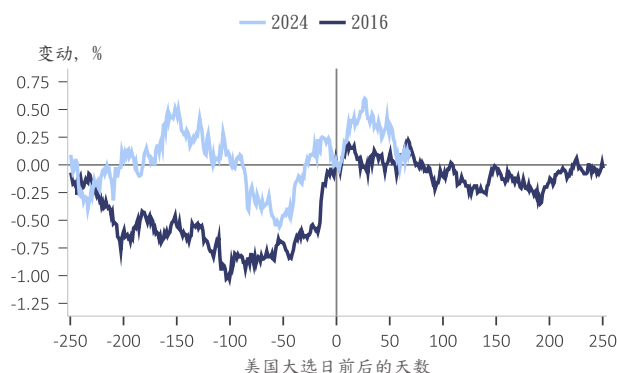
美股已经出现较大调整，标普 500 指数自年初高点回落约 8%，纳斯达克指数回调幅度更是接近 12%。美债利率“先上后下”，10 年期国债收益率自 3 月高点的 4.7% 左右回落 4.2% 附近。美元指数近期走势则表现出与特朗普 1.0 时期相似的下行趋势。黄金走势更为迅猛，年初以来已上涨超过 10%，创下历史新高。

图表 40: 两次大选后的美股走势



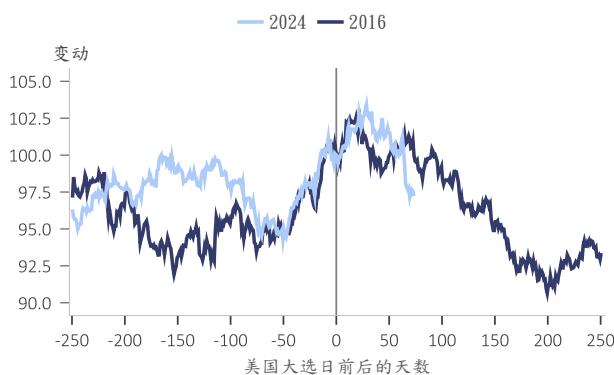
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 41: 两次大选后的美债利率走势



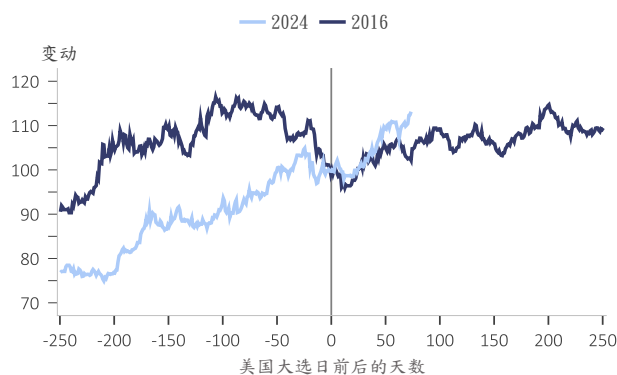
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 42: 两次大选后的美元指数走势



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 43: 两次大选后的黄金走势

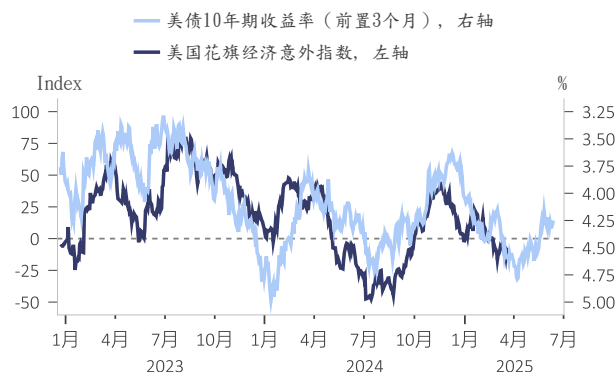


资料来源: Macrobond, 交银国际

浅衰退降息的概率正在上升

短期来看，尽管市场对特朗普政策的长期影响存在担忧，但短期经济数据仍展现出显著韧性，衰退风险在近期内保持较低水平。更重要的是，过去数月金融条件实质性放松可能推动关键指标在未来数月出现反弹。

图表 44: 美国经济意外指数与美债利率



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 45: 美国经济意外指数与美元指数



资料来源: Macrobond, 交银国际

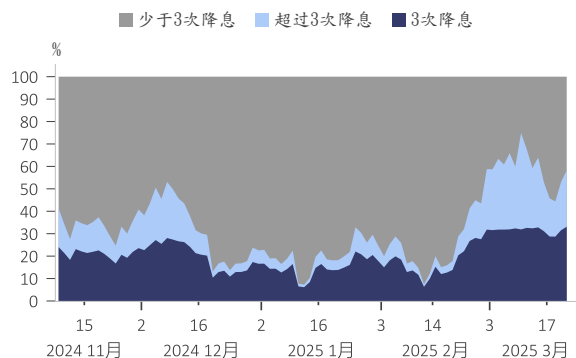
但结合当前美国现实，经济较难在当前的利率水平下企稳。尽管硬指标尚未明显放缓，但是由于当前利率是具有限制性的，且伴随着潜在的财政退坡，继续放缓可能只是时间问题。与此同时，特朗普不确定性已造成预期指标回落较大，预计将会加速经济的放缓。另一方面。当前的高利率与特朗普减少财政赤字（美债付息成本）、弱美元、引导制造业回流的政策目标不符，美联储也将持续面临白宫方面的压力。

因此，即便面临当前滞胀的格局，降息仍是主要的方向，而未来降息路径或主要聚焦以下三种：

- * **软着陆降息：**特朗普后续政策推行节奏和力度较预期温和，通胀未明显上行，经济继续朝着软着陆方向，美联储择时降息。
- * **浅衰退降息：**特朗普后续政策与当前一致，经济转入浅衰退，通胀回落，美联储降息。
- * **硬着陆降息：**特朗普后续关税等政策超预期，经济硬着陆，美联储大幅降息。

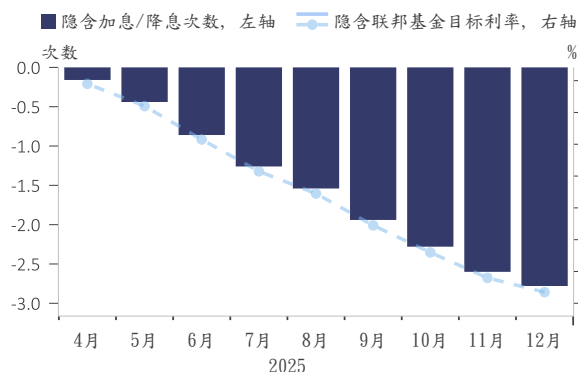
从当前特朗普及其财政部长等幕僚成员释放的信号来看，关税政策、减少支出可能势在必行，市场先前所期望的“软着陆”路径的概率正在不断降低，而降息的门槛也在不断提高。同时，如前文分析，“硬着陆”的经济和政治成本较高，也不会是特朗普政府所看到的局面，因而浅衰退降息的概率正在上升。

图表 46: 降息预期累计变动



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 47: 市场预期 2025 年 6 月首次降息



资料来源: Macrobond, 交银国际

政策预期反转下的后市资产展望

④ 美股：可能继续波动，估值仍有回调压力

美股市场正处于从此前乐观情绪驱动向基本面重估的转变过程中，期间可能伴随着更高的波动性和更显著的行业轮动，但并不必然意味着熊市的开始。我们认为，在宏观能见度较低，且政策仍存较高不确定性影响下，美股很可能维持波动的局面。过去两年，美股估值持续走高，其走势也与美国国内的低信用利差一致。然而随着政策不确定性升温，信用利差及美国波动率仍可能持续走高，且市场开始担忧关税政策可能带来的通胀压力与经济增长放缓同时出现，滞胀预期作用下，美股估值可能仍有一定的回落空间。

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，这些行业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 48: 美国个人投资者在 3 月初对美股的情绪一度达到极悲观的水平



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 49: 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 50: 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 51: ...还有信用利差水平



资料来源: Macrobond, 交银国际

⊙ 美债利率：10 年期利率预计维持在 4.0-4.5% 区间

市场对经济增长的乐观预期正在减弱，降息预期升温，美债 10 年期利率高位回落。短期内，美债利率继续大幅回落的空间可能有限：1) 经济数据仍展现出显著韧性，衰退风险不高。2) 通胀回落进程已显著放缓，关税等因素所产生的通胀上行风险在累积。

以上限制了美联储政策灵活性，不支持美联储急速降息的必要性，从而限制了长期利率的下行空间。美联储 3 月 FOMC 会议决定放缓缩表，一定程度上可以缓冲近期市场的波动，以及年中债务协议达成后，财政部补充 TGA 账户所产生的供给冲击，减缓了利率上行风险。预计美债 10 年期利率在 2025 年底前的震荡中枢将维持在 4.0-4.5% 区间，基于美国经济放缓但避免深度衰退的基准情景，同时考虑了财政供给压力的持续存在。然而，风险分布并不对称——年底前下行风险可能高于上行风险，特别是如果经济数据明显恶化或地缘政治风险显著上升。

图表 52: 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 53: 美债波动率指数近期有所升高



资料来源: Macrobond, 交银国际

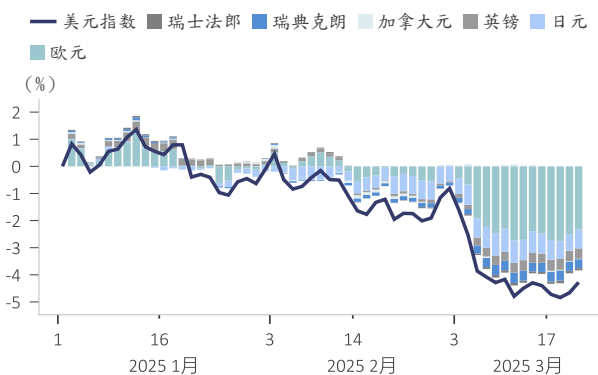
④ 美元指数：短期或受压制，但实际政策落地若低于市场担忧，或引发反弹

美元指数在特朗普胜选后的走势呈现出明显的“倒V”形态，反映了市场对近期激进政策负面反馈的担忧。市场开始担忧关税等保护主义政策短期可能对美国经济自身造成伤害，且滞胀风险上升，进一步削弱了美元走势。

短期，我们预计政策不确定性和滞胀担忧将继续压制美元表现，特别是如果经济数据开始继续显示增长放缓迹象，并可能导致全球资金再平衡，部分资金流出美国市场，从而对美元形成压力。但基于当前美国经济韧性仍在，短期出现意外大幅放缓的可能性亦不高，且美国利率环境仍相对有利。

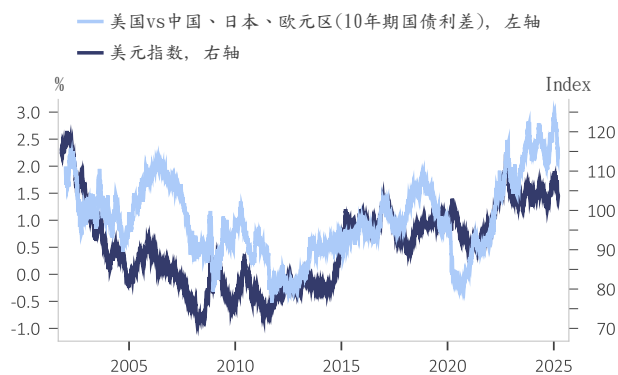
另一方面，市场当前已部分消化了对关税政策的担忧，但实际政策的细节、实施时间和范围仍存在显著不确定性，若最终实施的政策强度低于市场担忧，可能导致美元反弹。

图表 54: 美元指数年初以来走势来自其他货币变动的贡献



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 55: 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

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有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、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、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、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、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及北京赛目科技股份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，或可能以委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。