



月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？

特朗普新上任带来哪些变化？——关税进展最为迅速，快于市场的预期。特朗普上任后相继宣布对墨西哥、加拿大和中国加征关税，还宣称4月2日将启动“对等关税”。虽然目前仅有针对中国的关税已经被加征、特朗普上任后就关税问题四处“开战”或有将关税作为政治谈判筹码的考虑，但是我们认为不能忽视特朗普利用关税等手段扭转美国贸易逆差的意图，更何况这亦可增加关税方面的财政收入、为其全面减税计划腾挪出政策空间。还需警惕4月1日贸易调查截止后的政策变化。而他的移民新政在执行上或面临法律挑战，进展较慢。在财政方面，特朗普开始着力于缩减财政开支，两院亦开启了预算计划审议流程。尽管财政预算或对国债收益率影响显著，但由于议程较为冗长，短期内影响或有限。

美国1月经济数据回顾——季节性调整影响下的通胀回升和经济降温。1月核心通胀率超预期上升，且大多数实体经济数据走弱。尽管1月数据或部分受年初季节性调整影响，我们仍认为美国经济将软着陆、上半年经济动能将继续放缓。劳动力市场表现维持稳健，不过我们相信在经济动能走弱、政府裁员影响逐渐显现之后，劳动力市场将会逐渐走弱。

美国通胀展望——仍预计核心通胀温和下行，但需警惕关税风险。1月通胀数据细节显示通胀上升主要是因为季节性调整和波动因素，而维持通胀韧性的主要推动力——业主等价租金中枢已经下移。虽然我们仍相信通胀将温和下行，但是关税战或成为美国通胀最大不确定性因素。我们粗略估算，已经兑现的美国对自中国进口商品加征10%关税或将拉升美国通胀率0.15个百分点，若特朗普竞选期间的关税主张均兑现，或拉升通胀率高达2个百分点。而近期较受关注的“对等关税”的影响或小于对大多数国家均加征10%关税的情形。

货币政策展望——近期已下调今年降息次数预测至2-3次。鲍威尔在国会听证会的证词暗示，再次降息或需满足：1) 通胀下行取得进一步进展；2) 经济更大幅度的放缓。基于目前的经济基本面，我们认为降息最快也要等到6月重启。从全年来看，我们依然认为经济动能的减弱会引发降息。不过鉴于早于预期的关税行动，我们**不久前**将今年全年的降息次数预测下调至2-3次25个基点的降息之间。如果在极端情况下，特朗普在今年就全面兑现其关税承诺，那么我们可能会进一步下调降息次数预测。

金融市场更新——近期美元小幅走弱或是暂时的。美元指数小幅下滑或因为美国实体经济数据走弱、日本央行升息预期拉高和俄乌局势缓和。不过我们相信这些变化可能是暂时的。在特朗普预计于4月发布新的关税政策的背景下，我们认为短期内美元指数或有望小幅反弹到107-108的区间内。中期美元指数和十年期国债收益率或均随预计的降息预期回升而有所下行，今年年底分别降至105以上和4.1%。

投资风险：降息过慢引起经济衰退或/和美国金融危机；特朗普的关税政策导致再通胀风险。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025年2月25日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

宏观洞察

月度美国宏观洞察

月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？

特朗普上任一月有余，带来哪些变化？

特朗普自从 1 月 20 日上任以来，动作频繁，在我们此前一直提到的贸易、环保、移民和财政方面均有所行动。其中：

关税方面进展最为迅速。特朗普 2 月 1 日就宣布对墨西哥和加拿大加征 25% 关税，对中国加征 10% 关税。其中加墨两国的关税被延迟 1 个月执行，对中国加征关税已在 2 月 4 日生效。特朗普在 2 月 10 日进一步宣布对钢铝等加征 25% 的关税，并于 3 日后表示已决定征收“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）。根据特朗普发布的“美国优先贸易政策备忘录”，美国贸易代表将于 4 月 1 日前提交给特朗普关于贸易调查的一系列报告。在该审阅工作完成后，特朗普或再次在关税问题上出招，可能举措包括正式启动“对等关税”、进一步升级中美关税战等等。

尽管在他上任之前，我们就认为关税将会是最先受特朗普新政影响的。不过目前关税方面的进展还是快于市场预期。虽然目前针对中国的关税已经被加征、特朗普上任后就关税问题四处“开战”或有将关税作为和其他国家进行政治谈判筹码的考虑，但是我们认为不可忽视特朗普利用关税等手段扭转美国贸易逆差的意图，更何况加征关税亦可增加关税方面的财政收入、为他的全面减税计划腾挪出政策空间。如果在极端情况下，特朗普今年就对大多数国家加征关税的话，那么将拖累包括美国自身在内的全球经济增速，拉升美国通胀率，或不利于降息。

在环境和能源方面，特朗普行动亦比较迅速。特朗普在就任演讲中就宣布退出《巴黎协定》、加大传统能源开采、撤销电动车优惠政策等。尽管特朗普认定这些政策将有助于拉低通胀率，然而这些努力对美联储更为看重的核心通胀率影响却较为有限。

新的移民政策执行上或面临法律挑战。虽然特朗普一上任就宣布取消“出生公民权”以及计划通过军队和联邦执法力量开展全国性驱逐移民，但是这两个提案或均面临法律挑战。正如我们[去年年中](#)所预测的，较为显著的移民政策改动执行起来或较慢。

在财政方面，主要进展在于特朗普缩减财政开支方面的努力，以及两院开始了冗长的预算计划审议流程。或是为了此后正式推出减税计划腾出空间，特朗普上任后，立刻宣布成立了由马斯克领衔的政府效率部，企图通过提高政府效率、精简政府规模以缩减财政开支。截至 2 月 13 日，已经有 [7.5 万联邦雇工](#)接受特朗普提出的优离方案。政府裁员计划或从 2 月起开始逐渐影响就业市场。

在关键的财政预算计划进程方面，特朗普批准了一项众议院的财政预算计划，包括用于减税的 4.5 万亿美元，1.5 万亿美元的开支缩减（削减主要是医疗补助、教育和农业资金上），以及提高债务上限 4 万亿美元。该项计划预计本周会表决。然而参议院亦通过了一份较小规模的预算案，包括批准 3,400 亿美元新资金用于军事和边境安全，可能给特朗普的减税议程造成一定障碍。

尽管财政预算或对国债收益率影响显著，但其议程较为冗长，短期内影响或有限。目前需要重点关注的还是关税政策。

图表 1：特朗普竞选期间主张和上任后行动对比

领域	特朗普竞选期间主张	上任后行动	进度
贸易	1. 对大多数进口商品征收至少10%的关税。	1. 加征墨西哥和加拿大商品25%关税，延期1个月执行。	快
	2. 对所有中国进口商品征收 60% 或更高的一揽子关税。	2. 加征中国商品10%关税，2月4日起执行。	
		3. 考虑从4月起，征收对等关税。	
环境和能源	1. 开放美国更多的石油和天然气钻探来降低能源价格。	1. 推出《巴黎协定》与扩大化石能源生产。	慢
	2. 反对政府对风电开发的现有补贴，并将推翻拜登政府的电动汽车目标。	2. 宣布进入国家能源紧急状态、加大传统能源开采、撤销电动车优惠政策以拯救美国传统汽车工业。	
移民	1. 开展美国历史上最大规模的“驱逐行动”，计划每年驱逐数百万人。	1. 取消“出生公民权”，计划通过军队和联邦执法力量开展全国性驱逐行动。两者均面临法律挑战。	
	2. 计划终止非法移民子女的自动公民身份。	2. 宣布美墨边境进入“国家紧急状态”，允许动用联邦资金修建边境墙。	
财政	将延长2017年签署的《减税与就业法案》，并希望将企业税率进一步降到15%。	1. 成立政府效率部，通过精简政府规模等开始缩减财政开支。 2. 特朗普批准众议院财政预算计划，包括4.5万亿美元减税、1.5万亿美元财政开支缩减。	

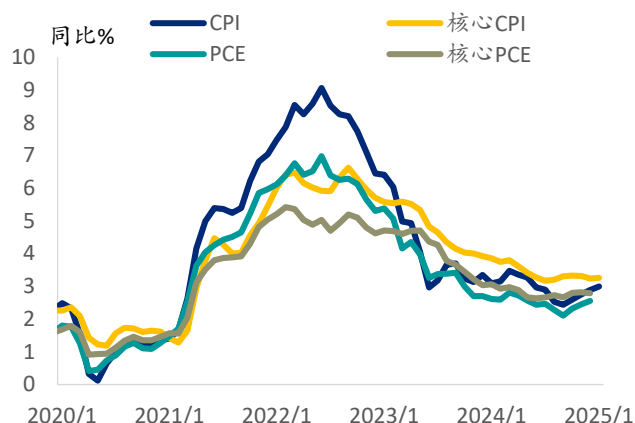
资料来源：新闻整理、浦银国际

美国 1 月经济数据回顾：季节性调整影响下的通胀回升和经济降温

1 月核心通胀率的超预期回升部分是因为季节性调整以及波动因素，并不意味着再通胀。核心 CPI 通胀率超预期加快 0.24 个百分点到 0.45%。不过从细分数据来看，拉动核心 CPI 的关键因素——外宿、运输和娱乐服务价格均属于波动项（图表 3）。此外，年初的技术性季节调整以及部分价格新一年的重设也对 1 月通胀数据产生了一定影响。而此前维持通胀韧性的主要推动力——业主等价租金中枢已经下移（图表 4）。更为重要的是，综合考虑 CPI 和 PPI 数据，美联储更为看重的核心 PCE 环比通胀率 1 月有望下行。

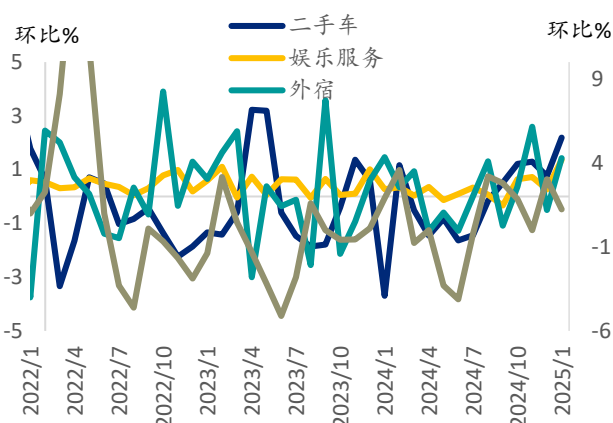
我们维持通胀将温和下行的基本判断，但接下来关税战将成为美国通胀最大不确定性因素。我们粗略估算：已经兑现的美国对进口自中国的商品加征 10% 关税或将拉升美国通胀率 0.15 个百分点，而待定的对加墨两国加征 25% 关税亦会拉升美国通胀率 0.77 个百分点。基于近期的关税战进展，我们提高 2025 年核心 PCE 通胀率预测 0.2 个百分点，到 2.8%。在极端情况下，如果特朗普竞选期间提出的对所有中国商品关税率提升到 60% 以及对大多数国家加征 10% 的关税均兑现，那么特朗普的关税政策或将提升美国通胀率高达 2 个百分点（图表 5）。而近期较受关注的“对等关税”的影响或小于对大多数国家均加征 10% 关税的场景。

图表 2：CPI 同比通胀率 1 月回升



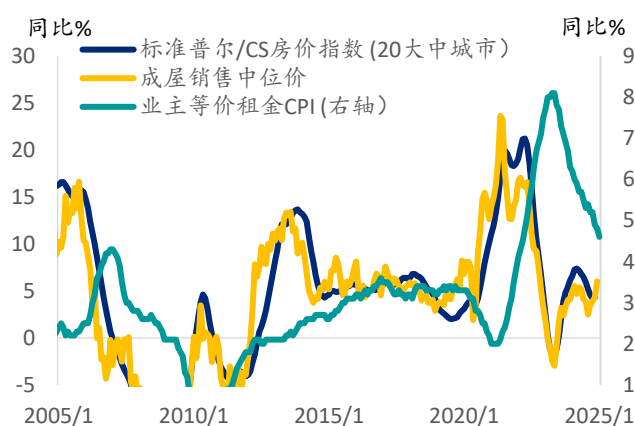
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 3：拉动核心 CPI 的关键因素——外宿、运输和娱乐服务价格均属于波动项



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 4：此前维持通胀韧性的主要推动力——业主等价租金中枢已经下移



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 5：关税对美国通胀率的潜在影响分析，假设关税 100% 传导至美国消费者

关税场景	对美国通胀率影响估算
已经发生	
中国商品加10%	0.15个百分点
潜在威胁	
加拿大墨西哥商品加25%	0.77个百分点
中国商品加至60%	0.45个百分点
其他所有进口加10%	0.64个百分点
总计	2.02个百分点

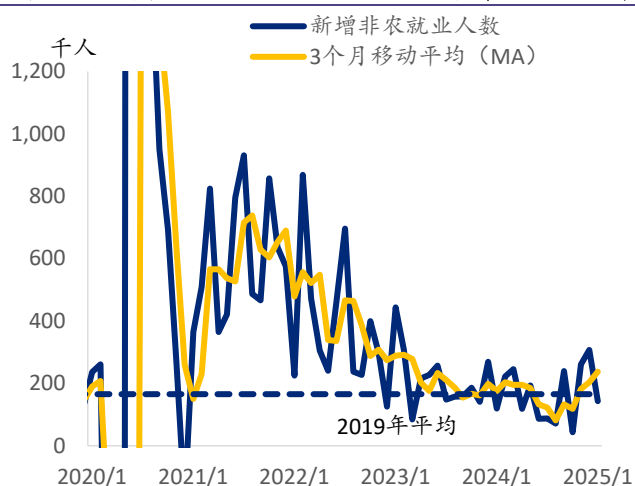
资料来源：CEIC、浦银国际估算

劳动力市场表现维持稳健。尽管 1 月非农新增就业人数下滑且不及预期（图表 6），更为关键的失业率连续两个月下滑（图表 7）。平均时薪环比增速亦有所改善，尽管同比增速大致持平（图表 8）。从高频周度数据来看，2 月上半月的周度领取失业金人数依然维持在较低水平上（图表 9）。

值得注意的是，尽管从美联储最为看重的失业率数据来看，对劳动力市场恶化的担忧有所缓解，然而从我们整理的、更为详尽和以一年作为时间维度看的就业数据热力图（图表 10）中可见，整体而言就业市场并未明显好转。

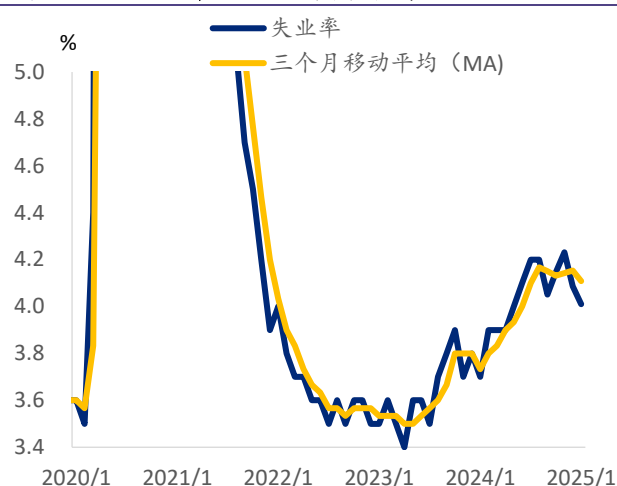
往前看，我们依然相信美国劳动力市场将会逐渐走弱。一方面，预计的经济动能走弱或影响就业。另一方面，特朗普为了缩减财政开支而制定的政府裁员计划或也将开始影响就业市场。

图表 6: 1 月非农新增就业人数大幅下降且低于预期



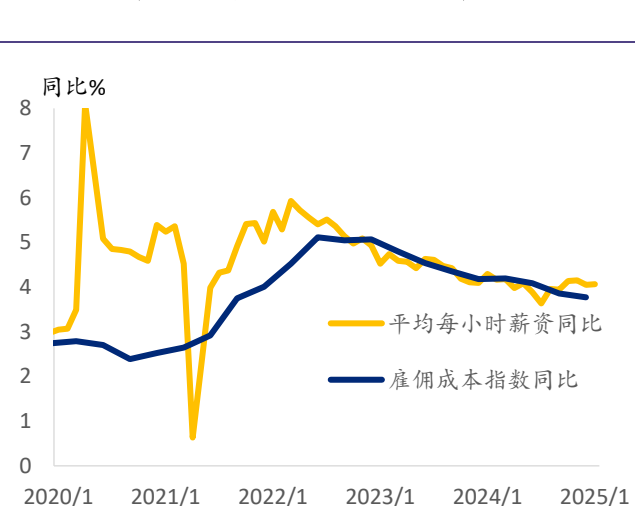
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 7: 失业率连续两个月下滑



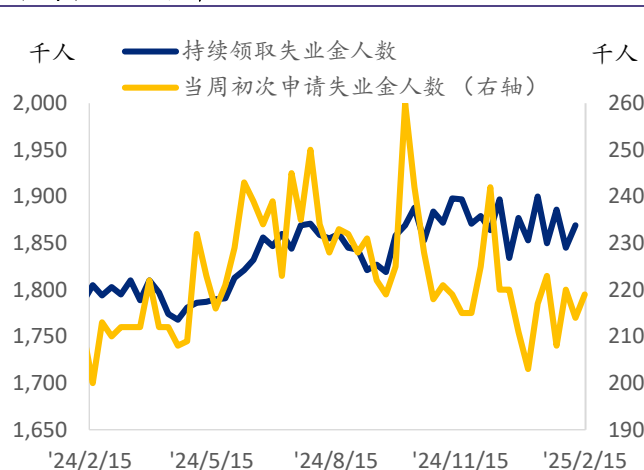
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 8: 平均时薪同比增速 1 月持平



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 9: 当周初次申请失业金人数 2 月上半月继续维持在较低水平上



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 10：从就业数据热力图来看，就业市场并未显著改善

	1/2024	2/2024	3/2024	4/2024	5/2024	6/2024	7/2024	8/2024	9/2024	10/2024	11/2024	12/2024	1/2025
非农新增就业人数增速	-0.595	0.329	-0.335	-0.210	-0.376	-1.196	-0.466	-1.357	1.959	-0.587	1.657	0.224	0.359
非农雇佣率	-1.084	-1.400	-1.292	-1.229	-0.769	0.141	1.154	1.400	0.875	0.830	0.396	0.360	-0.465
非农离职率	-0.035	0.737	0.739	1.193	0.884	1.292	-0.779	-1.534	-1.493	-0.620	0.380	-0.427	-0.372
非农就业中从事兼职比例	0.755	-0.270	-1.125	-1.466	-0.954	-0.270	0.242	-0.100	-0.100	-0.100	0.755	1.438	1.950
非农就业临时援助服务增速	-2.232	-1.739	-1.492	-0.999	-0.753	-0.259	0.480	0.973	0.852	0.717	0.793	0.879	0.547
失业率	-2.851	-1.758	-1.114	0.046	0.204	0.126	-0.290	-0.791	-0.578	0.287	1.512	1.635	0.722
永久失业者比例	1.081	1.507	1.640	1.111	0.666	0.084	-0.265	-0.673	-1.100	-1.136	-0.986	-0.415	-0.433
平均周度工作小时数	-2.288	-2.191	-0.305	0.429	0.778	-0.748	0.700	0.460	1.386	-1.146	0.140	0.833	-0.335
JOLTS职位空缺增速	-1.763	-1.484	-1.198	-0.975	-0.697	-0.434	-0.180	0.091	0.353	0.680	0.982	1.276	1.586
JOLTS职位空缺/失业人数	0.944	1.592	1.268	0.944	0.621	-0.351	-0.675	-1.322	-0.675	-0.675	-0.675	-0.998	#N/A
当周初次申请失业金人数	0.978	1.467	1.467	0.978	0.489	-0.489	-0.489	-0.978	-0.489	-0.978	-0.978	-0.978	#N/A
CB认为工作机会充足和难以获得工作的差额	-0.684	-1.130	-0.110	-0.875	-0.981	-1.363	-0.429	0.018	0.336	0.591	0.868	1.526	1.548
NFIB增加就业计划	0.814	0.348	-0.726	-1.532	-0.935	-0.588	0.061	-0.404	-0.912	1.032	1.524	1.317	#N/A
PMI服务业就业指数	1.653	1.477	1.143	0.586	0.247	-0.112	-0.478	-0.832	-1.069	-0.966	-0.873	-0.776	#N/A
ISM制造业PMI：企业就业增加比重	-2.144	-0.940	-0.609	-0.569	-0.509	-0.914	-0.624	0.711	1.978	1.727	0.501	-0.326	-0.426
ISM服务业PMI：企业就业增加比重	-0.590	-0.381	-0.066	0.630	1.443	1.798	0.945	0.013	-1.142	-1.247	-0.695	-0.827	-0.472
纽约联储离职预期——失去工作的概率	-0.796	-0.987	1.282	0.470	0.374	-1.489	-1.202	-0.916	-0.510	0.422	0.350	1.616	0.589
纽约联储求职预期——3 月内找到工作的概率	-1.255	-0.832	0.384	2.111	1.033	0.544	0.106	0.600	-0.147	-0.822	-0.719	-1.451	-0.807
WARN通知暗示裁员变化	2.450	1.512	-0.141	-1.298	-1.398	-0.641	-0.079	-0.054	-0.270	0.946	1.567	0.703	-0.846

注：表格中数值在原数据基础上计算了 3 月移动平均和 Z score，颜色越红代表劳动力市场越弱。

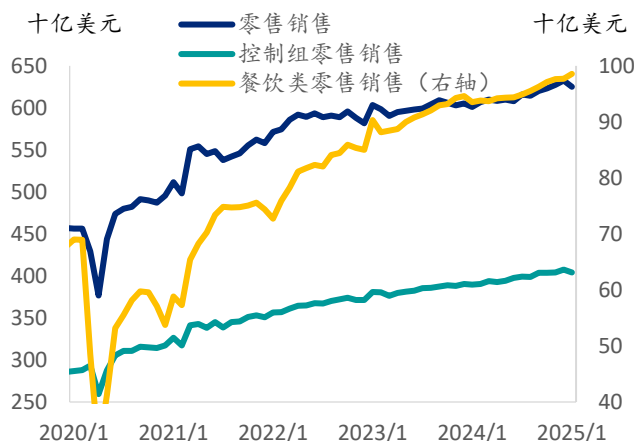
资料来源：Bloomberg、CEIC、同花顺、浦银国际

与此同时，大部分实体经济数据在 1 月走弱，部分受到了季节调整的技术性因素的影响。在消费方面，1 月零售销售额环比增速超预期下滑，主要受排除了波动因素的控制组零售消费拖累（图表 11）。不过这可能也受到了年初季节性调整的技术因素影响，去年 12 月的数据被显著调高。综合考虑 12-1 月的数据，近期消费的整体趋势仍较为稳健。往前看，我们依然相信整体消费趋势将放缓，不过短期内或受消费者因关税担忧而提前购置的行为支撑。

在制造业方面，工业生产环比增速 1 月略微下滑至 0.51%（12 月：0.99%，图表 12）。不过这与天气寒冷造成的电力燃气等公用事业的工业生产走强有关系，制造业的工业生产环比增速跌 0.2%，其趋势和制造业 PMI 走强至扩张区间刚好相反。特朗普宣布加征钢铝 25% 的关税或提高相关制造业生产成本。叠加居高不下的市场利率环境，我们依然不看好美国制造业的近期前景。

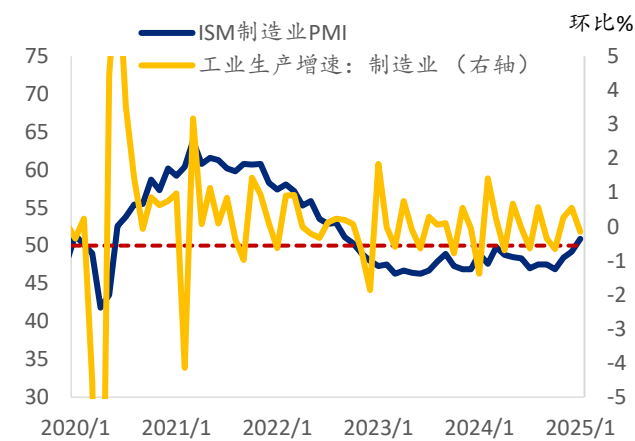
在房地产业方面，1 月数据亦走弱。投资方面，一定程度上受到了寒冷天气的影响，1 月新屋开工环比大跌 9.8%，而营建许可继续维持在较为稳定的水平上（图表 13）。在销售方面，成屋销售 1 月亦小幅下降（图表 14）。特朗普的关税和移民政策或动摇购房信心，叠加房贷利率的继续上升，我们依然相信房地产行业的动能短期内将难以恢复。

图表 11: 社会零售销售额环比增速 1 月低于预期



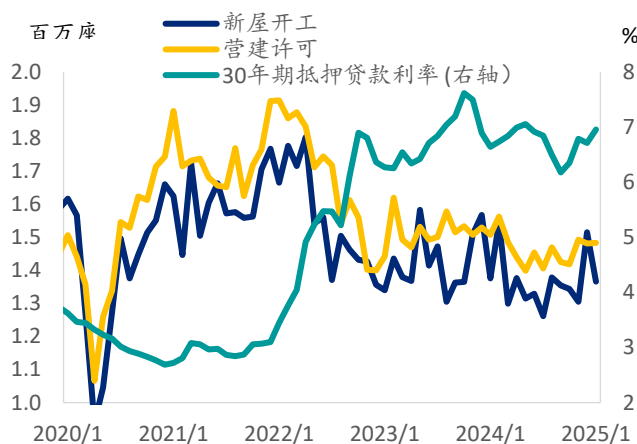
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 12: 工业生产环比增速 1 月略微下滑至 0.51%



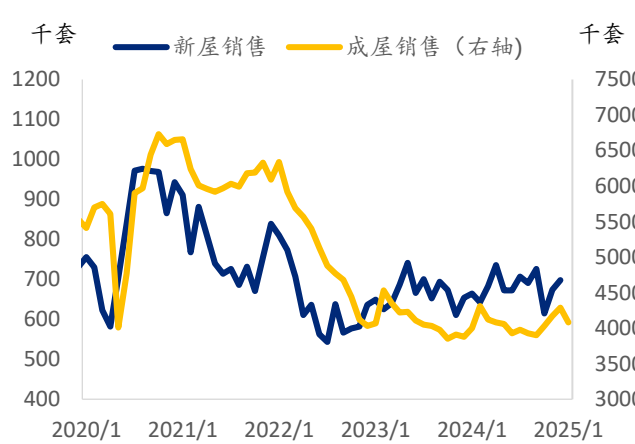
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 13: 新屋开工 1 月大幅下降, 但营建许可继续维持稳定



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 14: 成屋销售 1 月下滑



资料来源: CEIC、浦银国际

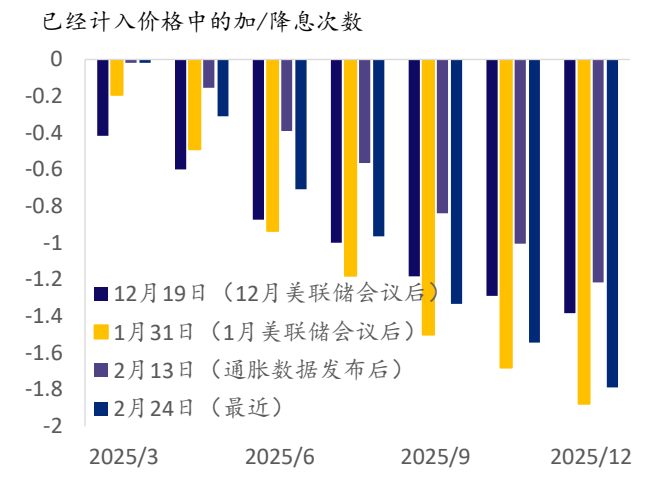
总结来说, 不论是 1 月通胀的超预期回升、还是实体经济数据的走弱, 均受到了年初季节性调整的影响。我们依然维持美国经济软着陆、通胀温和下行的基本判断。我们预计经济增速至少在今年上半年将继续放缓, 美国实际 GDP 增速将从 2024 年的 2.8% 下滑至 2025 年的 1.5%。

货币政策展望：近期下调今年降息次数预测至 2-3 次

基于目前的经济基本面和关税战进展，我们认为美联储最快也要等到今年 6 月才可能重启降息。连续两个月下滑的失业率或将显著减轻美联储对就业市场恶化的担忧，而 1 月通胀率的反弹亦加重了美联储对再通胀的担忧。叠加正在进行中的关税战，美联储对降息或将采取更为谨慎的态度。根据鲍威尔在[国会听证会](#)的发言，降息所需满足的两个条件或是 1) 通胀下行取得进一步进展，和 2) 经济更大幅度的放缓。综上所述，我们认为美联储 3 月和 5 月会议将继续暂停降息，降息最快或要等到 6 月重启。

今年或仅有 2-3 次各 25 个基点的降息。从全年来看，我们依然认为经济动能的减弱会引发降息，不过鉴于早于预期的关税行动，我们在[1 月通胀数据发布后](#)将今年全年的降息次数预测下调至 2-3 次各 25 个基点的降息之间（此前预测为 3-4 次，图表 15）。3 月美联储会议的经济预测更新或对美联储今年的降息路径提供更多线索（图表 16）。如果在极端情况下，特朗普在今年就全面兑现其关税承诺，那么我们可能会进一步下调降息次数预测。

图表 15: 市场计入的美联储降息次数随着通胀和实体经济数据的发布而显著波动



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 16: 12 月 FOMC 更新各经济指标预测：3 月经济预测更新或为今年降息路径提供更多线索

单位 (%)		2025	2026	2027	长期
实际 GDP 同比增速	12 月	2.1	2.0	1.9	1.8
	9 月	2.0	2.0	2.0	1.8
失业率	12 月	4.3	4.3	4.3	4.2
	9 月	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE 同比增速	12 月	2.5	2.1	2.0	2.0
	9 月	2.1	2.0	2.0	2.0
核心 PCE 同比增速	12 月	2.5	2.2	2.0	
	9 月	2.2	2.0	2.0	
联邦基金利率	12 月	3.9	3.4	3.1	3.0
	9 月	3.4	2.9	2.9	2.9

资料来源：美联储、浦银国际

金融市场展望：近期美元小幅走弱或是暂时的

我们预计美元指数短期强势，中期略微回落。进入2月中以来，美元指数小幅贬值。截至2月24日，美元指数2月跌幅为1.7%（图表17）。这一方面是由于近期1月美国实体经济数据发布，大多走弱。另一方面是因为美元指数主要交易对手货币的升值：由于升息预期的拉高，日元在同时间升值了3.8%，俄乌冲突的缓和也利好了欧元和英镑（图表18）。不过我们相信这些变化或是暂时的。在美联储倾向于放慢降息节奏、特朗普有望在4月1日贸易调查完成后再发布新的关税政策的情况下，我们认为短期内美元指数或有望小幅反弹到107-108的区间内。中期来看，如果经济动能像我们判断的那样走弱、降息预期有所升温，那么我们认为美元指数或温和走低。不过在关税战的威胁下，美元指数下调的幅度或有限，今年年底或仍将维持在105以上。

我们维持年底美国十年期国债收益率在4.1%的预测。如果降息预期如我们预计的那样在经济动能走弱后再次升温，那么国债收益率或下行。后续还需关注财政预算计划的制定和审批、以及特朗普缩减政府开支行动的进展。

图表 17：近期美元指数和国债收益率小幅走低



资料来源:CEIC、浦银国际

图表 18：美元指数主要交易对手货币2月以来升值



注：图例中括号内数字是该货币在美元指数里的权重

资料来源:CEIC、浦银国际

附录

图表 19：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
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？
2024 年 2 月 1 日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024 年 2 月 1 日	美联储 1 月会议基本打消 3 月降息预期，首次降息或在 5 月
2024 年 1 月 12 日	美国 12 月通胀继续走强，拉低 3 月开启降息可能性
2024 年 1 月 5 日	月度宏观洞察：静候佳音
2023 年 12 月 14 日	12 月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？
2023 年 12 月 1 日	2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场

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,日后可作修改而不另通知,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

