

全球经济

美国优先投资政策的可能影响

当地时间 2 月 21 日，特朗普发布美国优先投资政策备忘录，更加强调国家安全，对敏感行业跨境投融资限制增多，推动中美在战略性行业脱钩。特朗普政策将削弱国际投资者信心，减少美国与非盟友之间的跨境投融资活动，小幅降低美国经济增长，延缓技术进步与溢出效应，利空美股而利好美债，对美元短期利好但中长期利空，利好黄金等非美元避险资产。特朗普政策将打击中美跨境投融资活动，削弱中国经济外向型部门，中国可能加大对内需政策支持，加快技术创新，促进供应链本地化，加强与非美地区经贸投资联系。特朗普政策短期内可能削弱中国市场信心，对港股负面影响大于 A 股，前期涨幅较大板块和人民币汇率可能短期回调。但特朗普政策不会改变年内中国经济复苏态势，估值仍有吸引力、投资者信心改善和盈利前景向好仍对中国股票形成支撑。

■ **政策重点内容。**美国优先投资政策重点包括：第一，吸引盟友投资但要求在敏感领域选边站。建立快速审批通道，鼓励来自盟友投资尤其是对人工智能、先进技术和基础设施等领域投资，但附加条件是禁止盟友投资者在相应领域与“外国对手”（中国含港澳、古巴、伊朗、朝鲜、俄罗斯和委内瑞拉）合作。第二，限制中国对美战略领域（技术、关键基础设施、医疗保健、农业、能源、原材料等）投资，限制“外国对手”获取美国敏感技术。第三，鼓励所有外国人对美被动投资，既让尖端企业获得外国资本支持，又保障国家安全。第四，新增或扩大限制美国对华敏感领域（半导体、人工智能、量子、生物技术、航空航天、军民融合相关）投资，投资类型涵盖私募股权、风险资本、绿地投资、企业并购和公开交易证券等，投资来源包括退休基金、大学捐赠基金和其他有限合伙人投资者。第五，加强对在美上市外国公司所有权结构和任何涉嫌欺诈行为审计，确保外国敌对公司无法获得美国养老金投资。

■ **对美国经济与金融市场影响。**特朗普的跨境投融资政策更加强调国家安全，对敏感行业跨境投融资的限制增多，可能削弱跨境投资者信心，减少美国跨境投融资活动尤其是美国与非盟友之间的跨境投融资。过去 10 年美国 FDI、ODI、吸引证券投资 and 对外证券投资流量占 GDP 比均在 1%-1.5%。跨境投融资减少可能小幅降低美国经济增长和就业，增加美企融资成本，扩大美国财政赤字，推动美国投融资、技术创新和产业发展更加本土化，延缓技术进步与溢出效应。特朗普加强对中美跨境投融资活动限制，可能加快中美局部领域脱钩，加剧中美关系紧张，损害美国企业在华商业利益，推升美国供应链成本。美国优先投资政策通过信心渠道对美股有一定负面影响，对敏感行业与中国供应链或中国市场联系密切的公司负面影响较大。美国优先投资政策可能小幅降低美债收益率，尽管国际资本流入减少对美债收益率有推升作用，但政策通过损害美国经济前景和推升避险情绪对美债收益率有压低作用，该渠道作用超过前者。美国优先投资政策短期通过推升市场避险情绪可能利好美元，但中长期通过削弱美元全球化体系和美元国际地位而利空美元，投资者可能寻求多元化国际储备，从而利好黄金等非美元避险资产。总体来看，特朗普当选总统后对美国经济预期和金融市场信心的提振效应已经消失，投资者转而担心其关税政策、削减政府支出和内外冲突风险可能推升美国经济与通胀不确定性，上

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

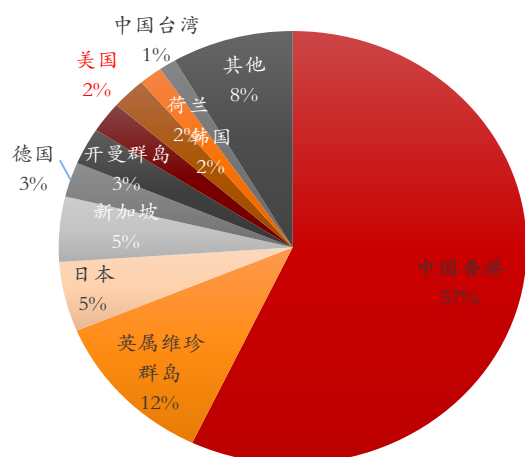
(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

半年美股波动可能明显上升。预计美国 GDP 增速可能从 2024 年的 2.8% 降至 2025 年 2.3% 和 2026 年 2%。

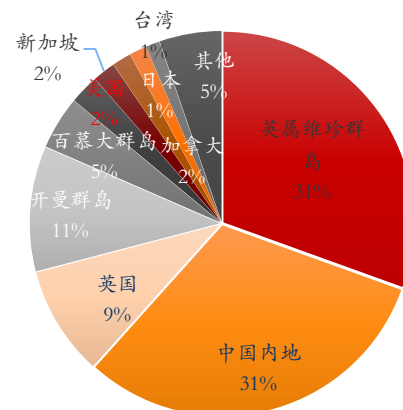
- **对中国经济与金融市场影响。** 特朗普政策将打击中美跨境投融资活动，并通过信心渠道对中国经济和金融市场产生一定负面影响。2014-2023 年中美跨境直接投资和证券投资流量占 GDP 比均不到 1%，中外跨境直接投资和证券投资流量占 GDP 比均在 0.5%-1% 之间。跨境投融资活动减少和中美关系紧张可能小幅降低中国经济增速，削弱中国外向型部门。中国可能加大对内需的政策支持，加快国内技术自主创新，促进供应链本地化。中国将加强与欧洲、亚太、东南亚、拉美、非洲等非美地区的经贸投资合作，以弥补与美国之间经贸投资活动的相对收缩。短期内，特朗普政策可能削弱中国市场信心，对中国股票和人民币汇率构成短期利空，对港股影响大于 A 股，前期涨幅较大板块可能因获利回吐而明显承压。但特朗普政策不会改变今年中国经济复苏态势，预计中国 GDP 增速从 2024 年前 3 季度 4.8% 升至第 4 季度 5.4% 和今年上半年 5.2%，今年全年 GDP 增速保持在 5% 左右。目前中国股票估值仍有吸引力，投资者信心有所改善，盈利预期可能向好，中国股票可能在短期回调后延续板块轮动，年内仍有进一步上涨空间。

图 1: 2023 年中国内地 FDI 余额来源地分布



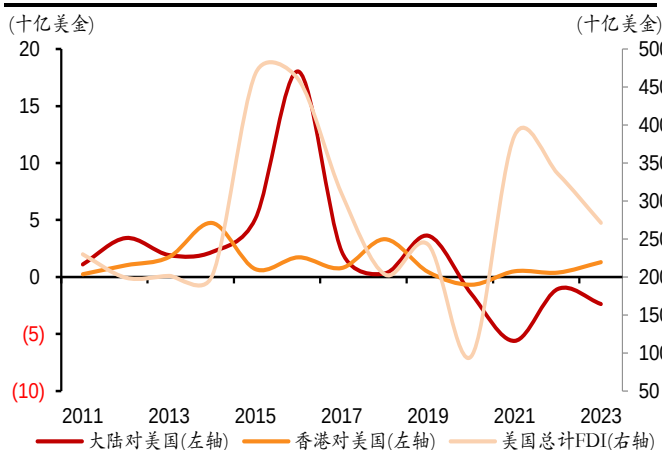
资料来源: Oxford Economics, 招银国际环球市场

图 2: 2023 年中国香港 FDI 余额来源地分布



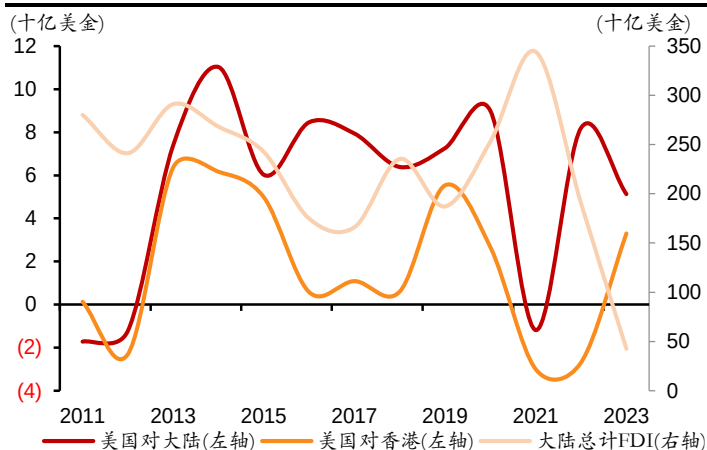
资料来源: Oxford Economics, 招银国际环球市场

图 3: 中国对美国直接投资流量



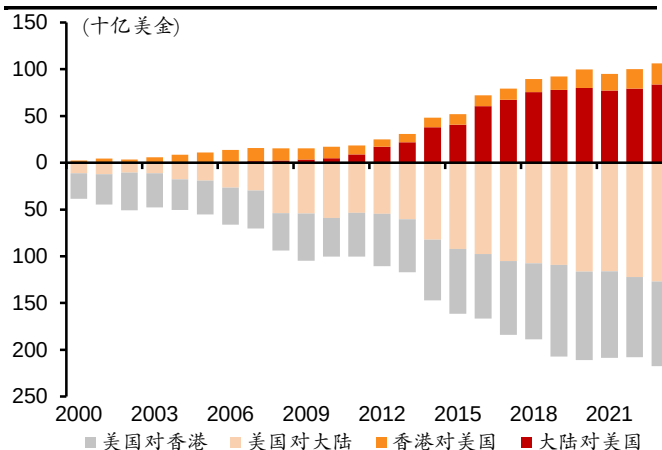
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美国对中国直接投资流量



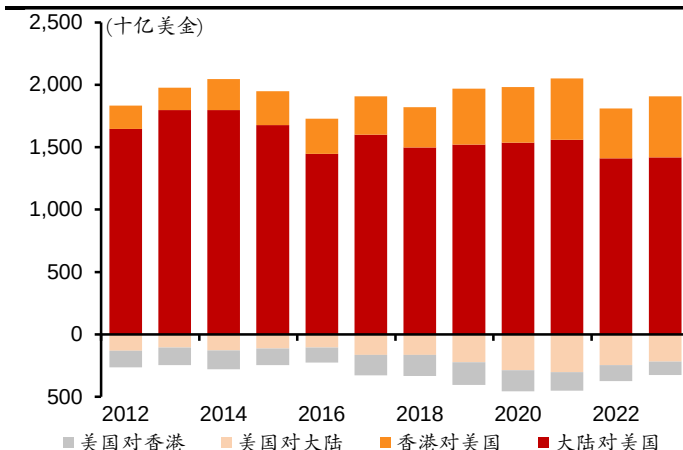
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 中美互相直接投资余额



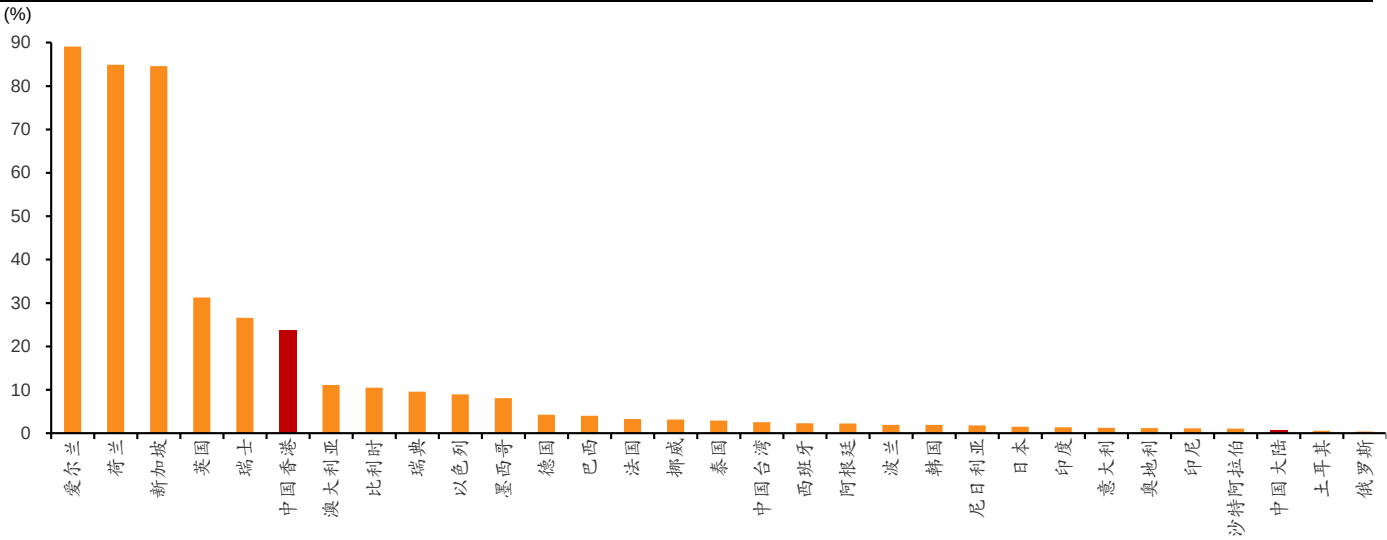
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 中美互相证券投资余额



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 2023 年各经济体吸引美国 FDI 余额占其 GDP 百分比



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。