



月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕

特朗普二入白宫，带来哪些变化？——美国内政和关税是焦点所在。特朗普在上任后即刻发布一系列行政命令。我们认为在上任初期，特朗普似乎将重心更多地放在美国内政，尤其是移民和能源政策的调整上。在关税方面，特朗普宣称将对墨西哥和加拿大从2月份起加征关税，而对中国和大多数进口商品加征关税仍在研究中。我们测算对墨西哥和加拿大两国加征关税或将拉升美国通胀率 0.46 个百分点，实际影响或因为汇率变动等原因小于此估算。特朗普对欧盟和中国的关税相关表态让我们更倾向于认为其关税威胁部分是政治谈判的筹码，或需在双方领导人见面后推进。不过由于特朗普多变的行事风格，我们也不能排除他在任何时点宣布加征对华关税的可能性。

美国 12 月经济数据回顾——通胀降温，经济韧性仍在。对于后续降息决议来说，去年 12 月经济数据发布可谓喜忧参半：一方面，核心通胀的走低有利于降息；另一方面，12 月劳动力市场表现好于预期，消费依然稳健，工业生产和房地产投资活动亦有边际改善。

美国通胀展望——核心通胀预计将在波折中温和下行。12 月通胀数据细节继续显示通胀降温迹象。基于我们对特朗普渐进式加征关税的推测、显著移民政策调整或发生在 2026 年的基本判断下，我们估计特朗普新政对美国今年通胀率的影响或较为有限、且小于目前市场的担忧。综合考虑经济基本面和政策因素，我们依然预计核心通胀将在波折中温和下行。

货币政策展望——我们认为今年全年实际降息次数或高于美联储目前预测，在 3-4 次之间。考虑到好于预期的 12 月就业数据，我们认为微降的通胀数据或并不足以撼动美联储暂停降息的决心。在本月底的美联储议息会议中跳过降息几乎板上钉钉，而 3 月降息的可能性亦有所下降。不过从中期来看，我们相信居高不下的美债收益率仍将影响美国经济动能和劳动力市场表现，今年全年或降息 3-4 次，每次 25 个基点。

金融市场更新——美元强势短期或持续。在我们的降息基准预测下，我们预计短期内美元指数或仍将维持在 108 附近的高水平上，随关税政策预期的变化双边波动。中期美元指数或随降息预期回升而有所下行，但幅度有限，年底或仍将维持在 105 以上。降息预期的回升亦可能推动美国国债收益率下行，我们预计今年年底的十年期国债收益率点位在 4.1%。

投资风险：降息过慢引起经济衰退或/和美国金融危机；特朗普新政导致再通胀风险；特朗普上任后的行为区别于竞选主张。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 1 月 22 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

特朗普二入白宫，带来哪些变化？

美国内政和关税似乎在特朗普上任初期成为焦点所在。特朗普在重新上任后，立即签署一系列行政命令，整体论调和此前竞选时较为一致。在上任初期，特朗普似乎将重心更多地放在美国内政，尤其是移民和环保能源政策的调整上。市场最为关心的关税问题亦有涉及，不过减税等财政刺激并未提及。具体地看：

1) 关税。特朗普承诺将开始彻底改革贸易体系，建立对外税务局。他宣称将从2月1日起向加拿大和墨西哥征收25%的进口关税。在上任前，他曾表示如果这两国没有帮助美国守好边境，将对其加征25%的关税。考虑到两国占到美国2023年进口总额的17%，而美国有大约11%的商品消费来自于进口。如果这些关税100%传导到美国消费者，那么或将抬升美国通胀率约0.46个百分点。然而在实际情况，汇率变化或部分抵消关税影响。进出口商也可能会考虑让利保量。因此实际影响或小于我们的理论计算值。特朗普同时呼吁欧盟多购买美国能源商品以避免加征关税，并表示他还在考虑向大多数美国进口商品加征关税，不过此想法尚未成熟。

2) 中国。在就任典礼上，特朗普对中国的表态较此前竞选美国总统期间有所软化，称希望在上任后100天内访华。特朗普在上任当天宣布给予TikTok“不卖就禁用”法律75天宽限期，未提及对中国加征关税。然而仅一天之后，特朗普表示鉴于中国将芬太尼出口到墨西哥和加拿大，对中国所有进口商品加征10%关税仍在考虑中。特朗普的表态或意味着他似乎倾向于以关税作为政治筹码和中国展开谈判。在优先向墨西哥和加拿大“开刀”的情况下，中美关税战或得到暂时的喘息。不过，基于特朗普多变的行事风格，我们不能排除他在任何时点突然宣布加征对华关税的可能性。

3) 移民。特朗普兑现了选举时的承诺——立即宣布将终止非法移民或持临时签证者子女的出生公民权，宣布南部边境进入国家紧急状态，并派遣军队抵御所谓非法移民“灾难性入侵”。不过诸如取消出生公民权的法案或需要修改宪法才能实现。后续还需静待他选举时宣称的“美国历史上最大规模的驱逐行动”的更多细节。整体而言，特朗普移民政策对劳动力成本和通胀的影响或还取决于他是否会完全兑现、以及何时兑现此前提出的“每年驱逐数百万人”主张。我们依然认为显著的移民政策调整即便最终会通过且实施，由于程序原因也要等到明年。

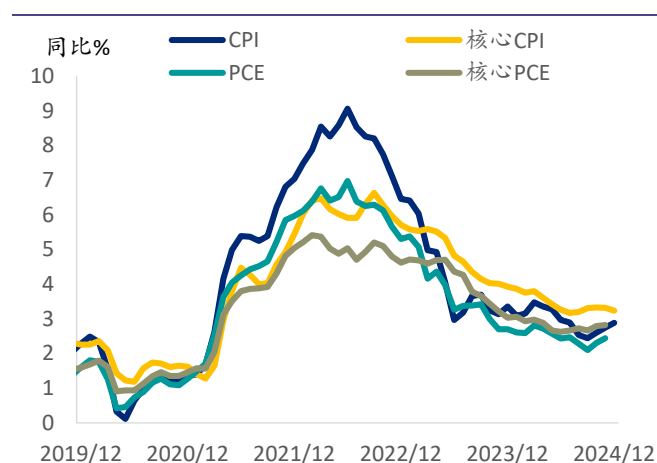
4) 环境保护和能源。特朗普宣布退出应对气候变化的《巴黎协定》。他同时宣布进入国家能源紧急状态、加大传统能源开采、结束拜登政府“绿色新政”、撤销电动车优惠政策以拯救美国传统汽车工业。这些政策或有助于降低美国能源价格，不过对美联储更为看重的核心通胀率影响较为有限。

美国 12 月经济数据情况回顾：通胀降温，经济韧性仍在

对于后续降息决议来说，12 月经济数据发布可谓喜忧参半：

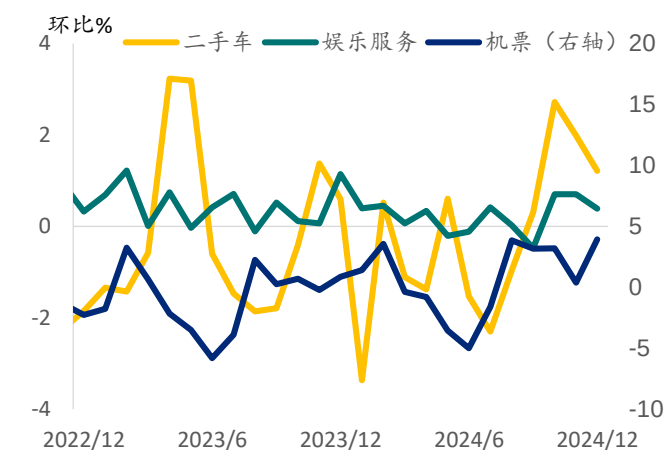
一方面，核心通胀略微走低有利于降息。核心 CPI 环比通胀率微降 0.08 个百分点到 0.23%，低于市场预期，显示美国通胀仍在温和下降中。其中 12 月数据中较强的项目——例如机票和汽车价格、娱乐服务等均属于波动项，其强势或不能持久（图表 2）。就关税而言，虽然特朗普一上台就宣称 2 月 1 日起要对加拿大和墨西哥加征 25% 的关税，但是其对欧盟和中国的关税相关表态让我们更倾向于认为其关税威胁是政治谈判的筹码，或需在双方领导人见面后才会推进。我们依然认为特朗普的关税威胁对今年的通胀率影响或较为有限。

图表 1：核心同比 CPI 通胀率 12 月微降



资料来源：CEIC，浦银国际

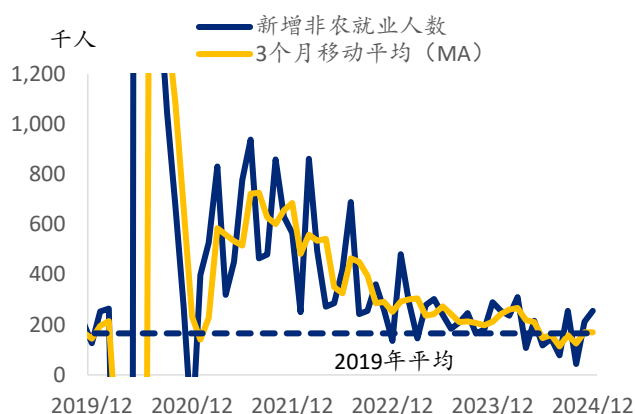
图表 2：12 月数据中较强的项目——例如机票和汽车价格、娱乐服务等均属于波动项



资料来源：CEIC，浦银国际

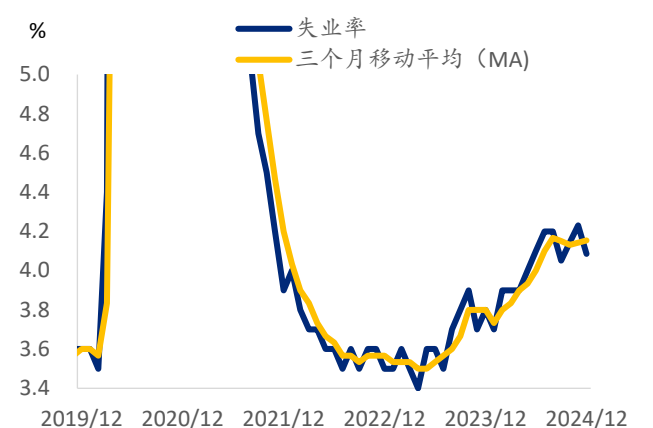
另一方面，劳动力市场 12 月表现好于预期。去年 12 月非农新增就业人数增加 25.6 万人（图表 3），高于市场预期和前值。更为关键的失业率也从 11 月的 4.231% 下降到了 4.086%（图表 4）。此外，周度数据显示当周初次申请失业金人数在 1 月仍徘徊在较低水平上（图表 6）。然而，平均时薪不论是环比还是同比增速均有所下滑（图表 5）

图表 3：12 月非农新增就业人数好于预期上升



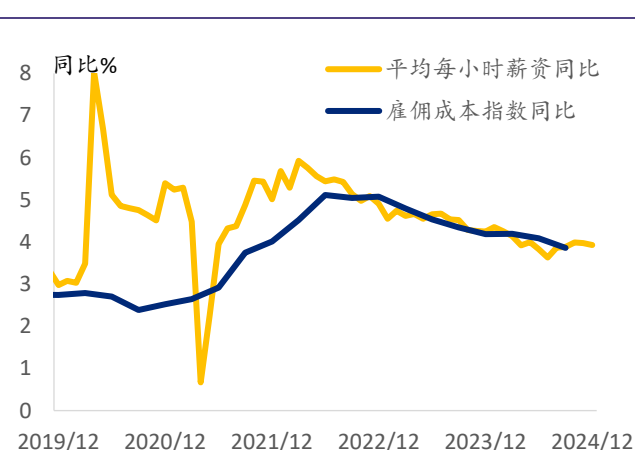
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 4：失业率 12 月有所下降



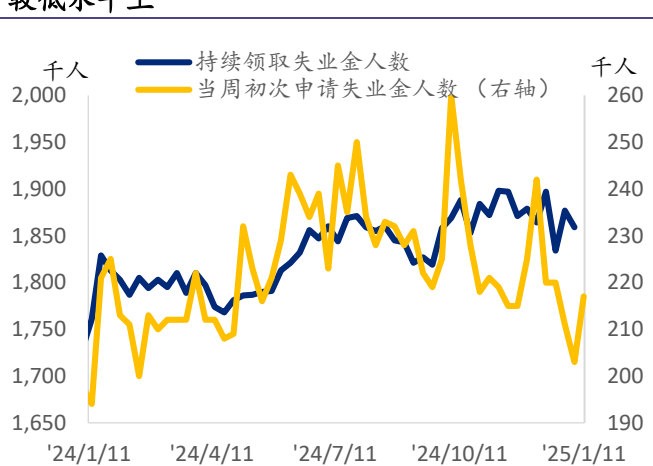
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 5：平均时薪同比增速略微放缓



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 6：当周初次申请失业金人数在 1 月仍徘徊在较低水平上



资料来源：CEIC、浦银国际

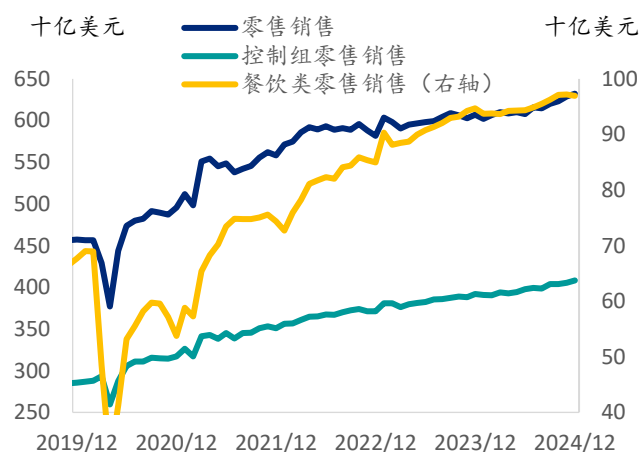
与此同时，12 月实体经济数据继续凸显美国经济的韧性。在消费方面，12 月零售销售数据略低于市场预期，不过 0.4% 的环比正增长亦属于稳健（图表 7）。尤其是排除了波动因素的控制组零售消费环比增长加快到了 0.7%（12 月为 0.4%）。我们依然相信在储蓄率持续下降的背景下，消费整体趋势预计将会放缓。不过对特朗普加征进口商品关税的担忧可能会引发部分消费者的提前购置行为，继续推动消费在短期内表现稳健。

在制造业方面，工业生产环比增速 12 月再加快到 0.57%（11 月：0.48%，图表 8）。不过这其中也有航空行业罢工结束后生产恢复的关系。制造业 PMI 也依然处在紧缩区间内。

在房地产业方面，投资活动 12 月有所改善。新屋开工在 12 月改善明显，而营建许可亦维持在较为稳定的水平上（图表 9）。然而在 30 年期抵押贷款利率从去年 10 月起稳步走高、近期再次逼近 7% 的情况下，我们认为房地产行业的动能短期内将难以恢复。

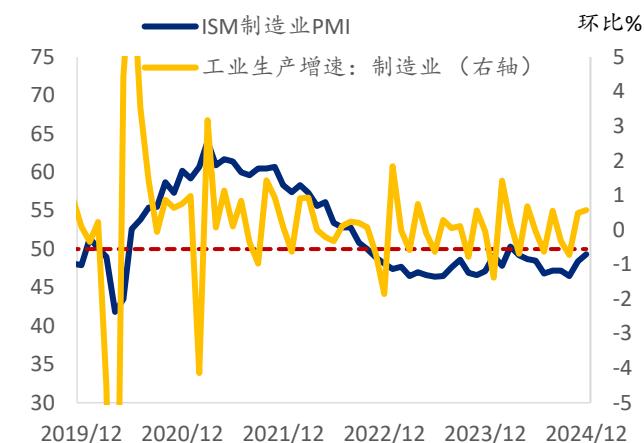
总结来说，尽管经济动能目前仍然稳健，在市场利率不降反升（图表 10）的情况下，我们认为经济动能终将会逐渐走弱，但衰退的可能性仍不高。

图表 7：社会零售销售额环比增速 12 月略低于预期但是依然稳健



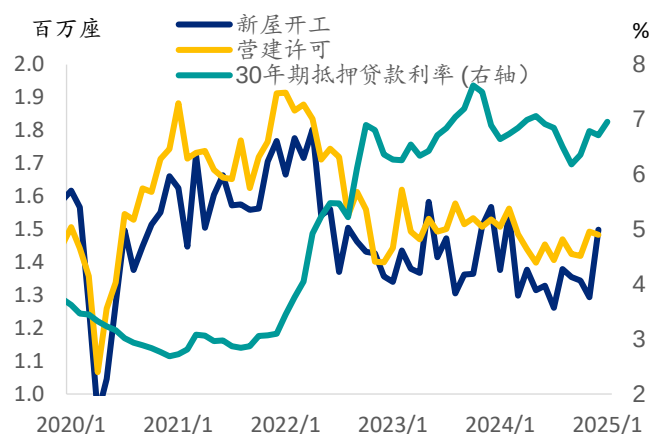
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8：工业生产环比增速 12 月再加快到 0.57%，但制造业 PMI 也依然处在紧缩区间内



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9：新屋开工在 12 月改善明显，而营建许可亦维持在较为稳定的水平上



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 10：自去年 9 月开始降息以来，美国国债收益率不降反而大幅回升



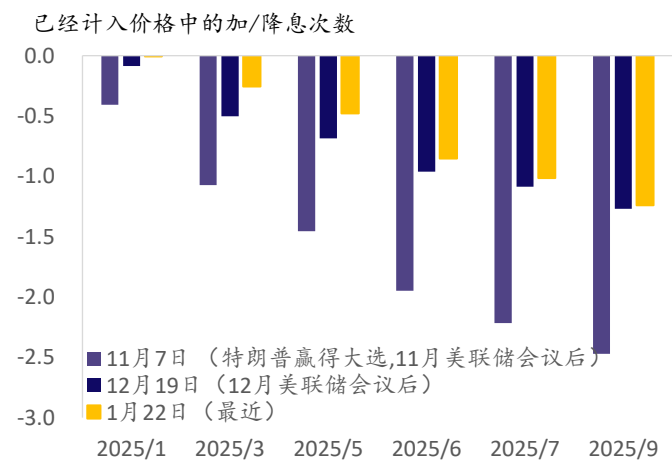
资料来源: CEIC, 浦银国际

货币政策展望：今年降息次数或多于美联储目前预期

我们维持美联储 1 月暂停降息的基本判断。12 月美联储会议对今年的降息态度明显转鹰，将今年的降息次数预测减少一半，调至两次（图表 12）。而上调 2025 年的核心通胀率预测的做法透露了美联储对特朗普上任后再通胀问题的担忧。考虑到好于预期的 12 月就业数据，我们认为微降的 CPI 数据或并不足以撼动美联储暂停降息的决心。在本月底的美联储议息会议中跳过降息几乎板上钉钉，而 3 月降息的可能性亦有所下降。

从全年来看，我们依然认为实际降息次数将高于美联储的预测，在 3-4 次之间。我们相信居高不下的美债收益率（图表 10）仍将影响美国经济动能和劳动力市场表现；而特朗普的关税和移民政策对今年通胀率的影响或小于目前市场的担忧。因此，我们认为今年全年的降息次数或高于美联储目前的预测，或在 3-4 次各 25 个基点的降息之间。然而，基于特朗普多变的行事风格，如果特朗普今年加征关税的节奏比我们预计的激烈，那么美联储的降息次数或显著低于我们的预期。

图表 11: 市场计入的降息次数曾大幅下降，在通胀数据发布后略微回升



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 12: 12 月 FOMC 更新各经济指标预测：美联储将今年降息次数减少一半至 2 次

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：美元强势短期或持续

美元指数和美国十年期国债收益率近期维持在高位。虽然美联储自去年9月起开始降息，但是随着降息预期的降温、美元指数和十年期国债收益率不降反升。其走高趋势在11月特朗普成功当选为美国总统之后被进一步推升。尤其今年一月以来，出于对特朗普关税政策推高通胀的担忧、以及美联储12月会议将2025年降息次数预测减少一半等因素，美元指数一度升至接近110的2022年12月以来的新高，十年期国债收益率亦逼近4.8%（图表13）。

我们预计美元强势在短期内持续，中期美元指数略微走低。短期来说，特朗普对关税政策的表述仍将是导致美元指数波动的主要推动力。不过基于我们认为美联储1月暂停降息，3月降息可能性也不高的判断，短期内美元指数或仍将维持在108附近的高水平上。中期来看，如果经济动能像我们判断的那样走弱、降息预期再次升温，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。

我们将今年年底的美国十年期国债收益率点位预测上调至4.1%（此前为3.8%）。我们依然认为降息预期在经济动能走弱后会再次升温，导致国债收益率的下行。不过基于我们将今年的降息次数从2025年展望里的5次下调至3-4次，我们亦上调十年期国债收益率的年底点位至4.1%。

图表 13：美元指数和美国十年期国债收益率近期维持在高位



资料来源：CEIC，浦银国际

附录

图表 14：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
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 19 日	美联储 12 月如期降息 25 个基点，但大幅下调明年降息预期
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 13 日	美国 11 月环比通胀率反弹，论降息或言之尚早

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附属公司、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

