

全球经济

特朗普冲击与市场重构

特朗普激进政策瓦解多边经贸规则，冲击国际秩序和盟友体系，对以现有国际经贸金融体系为基础的美元形成反噬，削弱美元资产例外论。此轮冲击对美国市场影响超过2018年中美贸易战，但不及2022年衰退恐慌、2020年疫情冲击和2008年金融危机。全球市场迎来重构，对白宫政策极端化、美元贬值和美元资产收益均值回归的担忧令外国资金流出美国市场。特朗普的妥协缓解了美国投资者恐慌，但未完全修复外国长线资金信心，短期内美股美元仍可能跑输可比市场。未来四年，区域化、本地化和自主化替代全球化，投资者本土信仰(home bias)可能加强，美元在国际货币体系份额可能下降，但美元仍将维持主导地位，美国在经济、科技、军事和软实力仍相对领先，全球市场仍缺乏比美元更好的替代品。

- **美国**：关税冲击引发股债汇波动，推升滞胀风险，对美国经济影响超过2018年中美贸易战。经济数据开始恶化。关税政策通过阻断供应、推升成本、削弱信心和抑制需求降低GDP增速1.2个百分点，推升PCE通胀0.6个百分点。市场动荡和盟友反对令特朗普对关税政策做出妥协。美股可能已见到白宫政策底，但短期仍可能跑输可比市场。未来3个月成本上升作用主导，美联储将保持观望；下半年需求紧缩效应更大，美联储将进一步降息。
- **英国**：关税冲击后英国股汇先跌后涨，GDP增速可能受损0.4-0.5个百分点。消费者信心和PMI已大幅下滑，显示经济走弱。英国央行年内可能再降息3次，年末政策利率降至3.75%接近中性水平，短期通胀不确定性或限制降息空间。工党政府实施增税、增加公共支出、上调最低工资等左翼政策，并未显著提振经济动能。财政政策面临再扩张压力，但政府债务率居高和2022年“迷你预算”引发市场动荡的教训可能限制财政扩张空间。
- **欧元区**：关税冲击对股市影响小于2018年中美贸易战，加剧欧元升势。一对多贸易战将使美国经济相对欧日变弱，财政政策分化缩小美欧利差，对美元大贬担忧推动资金从美国流向欧日。财政扩张部分抵消关税冲击，欧元区GDP增速可能下降0.2-0.3个百分点，通胀受影响较小或延续回落。年内政策利率或再下调2-3次至1.7%-1.9%。财政政策更具扩张性，2025-2026年赤字率预期从之前3%升至3.3%-3.5%，支持建设自主防卫体系。
- **日本**：关税冲击后日本股市先跌后涨，日元加速升值，日元作为传统避险货币，承接从美元资产流出的避险资金和日本资金，carry trade逆转则助推日元升势。关税冲击将分别降低日本GDP和CPI增速0.5和0.2个百分点。日本央行可能推迟加息至明年1月，日本财政赤字率或升至3.5%。
- **中国**：关税冲击对股市影响小于2018年贸易战，人民币兑美元先贬后升，跌幅不到5%，因为美元弱势、人民币资产低估值和政策稳汇率意愿更强。关税冲击分别降低GDP和CPI增速1和0.2个百分点。5、6月降准降息等货币宽松先行，财政支出进度加快；视经济受损情况和中美接触初步结果，7月初政治局会议可能决定下半年财政政策与消费政策加力程度。
- **印度**：股市跌幅小于东亚和东南亚可比市场，外贸依存度、对美出口依赖度、制造业占比和关税税率均相对更低。经济增速可能受损0.2-0.3个百分点，纺织、仿制药、电子产品仍将受益于亚太供应链重构。货币政策迅速转向宽松，年内政策利率或再下调50-75基点。财政政策适度加力，赤字率或升至5%。

叶丙南, Ph.D
(852) 3761 8967
yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖
(852) 3761 8957
frankliu@cmbi.com.hk

目录

美国	3
英国	6
欧元区	8
日本	10
中国	12
印度	15

美国

特朗普政策冲击引发美国金融市场波动。在特朗普正式上任前，投资者预期特朗普将率先减税与去监管，从而提振经济体系的动物精神，而加征关税只可能在通胀降至目标之后且主要针对中国。市场充斥着“天使特朗普交易”，国债收益率曲线陡峭化，长期国债收益率上升，标普 500 指数上涨超过 7%，可选消费、金融等对经济周期敏感的板块涨幅超过 10%；市场预期特朗普政策将扩大美国经济相对非美经济的强势，美元指数攀升，美元资产跑赢欧元、日元与新兴市场资产，美元资产例外论得到强化。但特朗普正式上任后政策颠覆投资者预期，白宫率先削减联邦政府支出而非减税，并对所有贸易伙伴祭出激进“对等关税”。市场转为“恶魔特朗普交易”，国债收益率下降，标普 500 指数下跌近 20%（以盘中最高/低价计算则跌破 20%）发出经济衰退警告，对关税敏感的能源、原材料和工业等板块跌幅居前；市场预期特朗普政策将导致美国经济相对非美经济走弱，美元指数下跌，美元资产跑输欧元、日元与新兴市场资产，市场更担心白宫政策极端化风险，“海湖庄园协议”构想（联合干预推动美元大贬、强制摊派百年零息国债等）重挫投资者对美元资产信心，美国股债汇出现三杀，美元资产例外论开始动摇。从美股跌幅来看，特朗普政策冲击对美国经济影响将超过 2018 年中美贸易战，接近 2011 年欧债危机，但远不及 2022 年衰退恐慌、2020 年疫情冲击和 2008 年全球金融危机时期跌幅。分行业来看，估值处于高位、对贸易战敏感或者对经济周期敏感的信息技术、可选消费、工业、能源和原材料跌幅较大，对贸易战和经济周期敏感度低的防御性板块包括可选消费、公用事业和医疗保健跌幅较小。

特朗普政策恶化美国经济前景。特朗普政策冲击之前，投资者预期美国经济处于“金发姑娘”刚刚好状态，彭博调查显示市场预测中值是美国 GDP 增速将从 2024 年 2.8% 降至 2025 年 2.3%，PCE 通胀将从 2024 年 2.5% 降至 2025 年 2.2%，FactSet 对 2025 年标普 500 指数盈利增速一致预测达到 14%。特朗普政策冲击之后，美国经济滞涨风险上升，彭博最新市场中值预测是美国 2025 年 GDP 增速将降至 1.4%，PCE 通胀将升至 2.8%，FactSet 对 2025 年标普 500 指数盈利增速一致预测下调至 9.7%。关税政策对美国的作用机制包括供给冲击、需求冲击和信心冲击，供给冲击通过阻断供应链和推升供给成本降低经济增速但推升通胀，需求冲击通过减少外需降低经济增速和通胀，信心冲击通过减少或推迟企业资本支出与家庭消费支出降低经济增速和通胀。我们估计“对等关税”将降低美国未来 4 个季度 GDP 增速约 1.2 个百分点。关税政策可能推升近期通胀但降低远期通胀，近期供给冲击作用大于需求冲击和信心冲击，美元大幅贬值将扩大关税对美国进口价的传递效应，通胀可能先上升，但远期需求冲击和信心冲击的作用超过供给冲击，通胀再下降。我们估计“对等关税”对美国未来 6 个月 PCE 通胀推升幅度最大，可能达到 0.6 个百分点，而后推升作用逐渐减弱。移民政策既是供给冲击也是需求冲击，驱逐非法移民将同时减少劳工供应和消费需求，将小幅降低美国 GDP 增速（减少 100 万非法移民可能降低美国 GDP 增速 0.1 个百分点），对通胀影响则接近中性。削减联邦政府雇员和支出对美国经济具有紧缩和去通胀效应，联邦政府支出每削减 5% 将分别降低美国 GDP 增速和 PCE 通胀约 0.3 和 0.1 个百分点。

美国经济数据开始恶化，但尚未完全反映特朗普政策影响。软数据率先下滑，4 月密西根大学消费者信心指数连续第 4 个月下跌创 2022 年 6 月以来最低，1 年和 5 年通胀预期则分别升至 1981 年 11 月和 1991 年 6 月以来最高，4 月谘商会(Conference Board)消费者信心指数则降至 2020 年 4 月以来最低；4 月 ISM 制造业 PMI 跌至 48.7%，产出指数创 2020 年 5 月以来最低，原材料支付价格指数升至 2022 年 6 月以来最高。高频数据显示贸易活动将大幅萎缩，集装箱数据公司 Vizion 表示 4 月中国至美国集装箱订单量同比下降 45%，船舶跟踪系统 Port Optimizer 数据显示 5 月 4 日至 10 日一周内从中国到洛杉矶港的货船数量将

同比下降 33%；美国零售商联合会预计 2025 年下半年美国进口同比下降 20%左右，WTO 预计 2025 年北美地区出口萎缩 12.6%。在关税威胁下，2025 年一季度美国进口商提前大规模囤货，美国商品进口大幅增长 14.5%，商品贸易逆差急剧扩大拖累 GDP 环比下降 0.3%，GDP 同比增速从 2024 年第 4 季度 2.5%降至 2%，消费者抢购囤货推动商品消费不变价增速从 2024 年第 4 季度 3.4%升至 2025 年一季度 3.8%，但同期服务消费不变价增速从 3%降至 2.7%。麦当劳一季度财报显示美国成熟分店销售额降至疫情以来最低，哈雷-戴维森一季报显示摩托车销量同比下降 24%，连锁快餐巨头 Chipotle、星巴克、必胜客、肯德基和达美乐披萨也警告美国市场销售下滑。但就业作为滞后指标尚未反映关税冲击的负面影响，4 月新增非农就业 17.7 万人高于预期，失业率 4.2%与预期和前值持平，平均时薪同比增长 3.8%略低于预期。展望未来，美国经济将显著放缓，预计 GDP 同比增速将从第 1 季度 2%降至第 2 季度 1.5%和第 3 季度 1%，第 4 季度升至 1.5%，全年增速 1.5%左右。

美联储近期可能保持观望，下半年或进一步降息。第 2 季度，美国就业市场可能依然稳健，通胀或因关税有所反弹，美联储将保持观望态度。鲍威尔在 4 月讲话中表示实现通胀与就业双重目标面临冲突，暗示对近期滞胀风险担忧，但他强调实现通胀目标至关重要，就业目标无法在价格不稳情况下实现，需要观察关税对消费价格的传导效果后才更有信心考虑降息，显示近期美联储更加偏向降通胀目标，可能保持政策利率不变。鲍威尔还直接否认 Fed put 存在，表示市场正在对不确定性冲击做出正常和有序反应，将稳定金融市场责任交给白宫。“对等关税”冲击后，市场对美联储政策的预期更加接近白宫立场，美联储可能有意引导市场预期更加接近自身立场。近期美国金融条件更加宽松，美国两年期国债收益率下降超过 50 个基点，美元贬值超过 7%，进一步降低政策利率下调必要性。下半年，美国就业市场可能明显放缓，需求收缩效应可能逐渐超过供应成本上升作用，美国通胀可能见顶回落，美联储可能在 7 月或 9 月降息一次，11 月或 12 月再降一次。

美股可能已见到白宫政策底，但短期可能持续跑输非美股票。4 月 2 日“对等关税”冲击引发美国股债汇三杀后，华尔街和工商界重要人士包括特朗普盟友均发出警告，民主党人联合部分共和党人寻求立法限制特朗普的关税权限。美国财长和商务部长紧急说服特朗普做出妥协，对除中国外的贸易伙伴暂停“对等关税”90 天而只征收 10%基准关税。特朗普 4 月 8 日对共和党议员表示关税政策需要更加灵活以应对市场和盟友反应。特朗普的妥协支撑美股反弹，标普 500 指数已收复 4 月 2 日以来跌幅。美股市场可能已在 4 月 7 日见到白宫政策底，因为特朗普的妥协表明金融市场稳定是其优先项，特朗普看跌期权 (Trump Put) 确实存在，关税政策最激进的时刻可能已经过去，美国已率先与盟友开启贸易谈判，最后可能与中国展开贸易磋商。为提振美国股市和经济预期，共和党计划加速推进减税计划，美国财政政策可能由收缩更趋平衡。但美股短期可能持续跑输其他市场，尽管特朗普妥协导致空头平仓和美国投资者抄底，但外国投资者对白宫政策和美元资产的信心尚未恢复，一些投资者担心特朗普妥协只是权宜之计，一些投资者认为白宫重建政策公信力需要做得更多，还有一些投资者担心美元贬值风险，美元指数和长期美债反弹幅度远小于美股。美股过去十年收益大幅超越长期历史均值和其他股市收益，盈利预期和估值水平仍在高位，投资者可能过度乐观而低估特朗普政策对美国企业盈利和美元资产例外论的影响，美股平均收益存在均值回归可能性。

图 1: 美国经济指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查均值		CMBI预测	
											2025F	2026F	2025F	2026F
名义GDP (万亿美元)	18.3	18.8	19.6	20.7	21.5	21.4	23.7	26.0	27.7	29.2	30.4	31.7	30.4	31.7
人均GDP (千美元)	56.8	57.9	60.0	62.8	65.2	64.4	71.2	77.8	82.2	85.8	-	-	88.9	92.0
名义GDP增速	3.9	2.8	4.3	5.3	4.3	-0.9	10.9	9.8	6.6	5.3	4.3	4.0	4.3	4.1
实际GDP增速	2.9	1.8	2.5	3.0	2.6	-2.2	6.1	2.5	2.9	2.8	1.4	1.5	1.5	1.8
PCE通胀	0.2	1.0	1.7	2.0	1.4	1.1	4.1	6.6	3.8	2.5	2.8	2.6	2.7	2.4
核心PCE通胀	1.2	1.6	1.6	1.9	1.6	1.3	3.6	5.4	4.2	2.8	3.0	2.6	2.9	2.4
失业率	5.0	4.7	4.1	3.9	3.6	6.7	3.9	3.5	3.8	4.1	4.4	4.5	4.5	4.4
联邦政府赤字/GDP	2.4	3.1	3.4	3.8	4.6	14.7	12.1	5.4	6.2	6.4	6.5	6.7	6.4	6.6
联邦政府债务/GDP	72.2	76.0	75.7	77.1	78.9	98.6	96.9	95.0	96.0	97.8	98.5	101.1	99.9	101.7
联邦基金利率	0.20	0.55	1.33	2.40	1.55	0.09	0.07	4.33	5.33	4.33	3.95	3.45	3.83	3.33
10年国债收益率	2.27	2.45	2.40	2.69	1.92	0.93	1.52	3.88	3.88	4.58	4.13	4.07	4.00	3.75
美元指数 (年末值)	98.7	102.4	92.3	96.1	96.4	90.0	96.0	103.5	101.4	108.5	99.4	97.6	96.0	99.0
银行资产增速	3.8	3.2	4.8	1.6	4.3	15.5	10.1	1.2	1.8	1.5	-	-	2.5	2.9
成屋中位价增速	7.2	4.5	5.7	3.3	7.8	12.6	16.0	2.1	4.1	5.8	-	-	2.3	2.5
标普500指数涨跌幅	-0.7	9.5	19.4	-6.2	28.9	16.3	26.9	-19.4	24.2	23.3	-	-	-	-
标普500指数市盈率(倍数)	17.1	17.0	18.6	20.7	15.7	19.6	26.3	24.1	17.2	21.5	19.8	17.8	20.0	18.1
标普500指数盈利增速	-0.1	0.1	7.4	23.7	2.9	-13.3	38.6	13.1	-1.0	7.0	9.0	11.1	7.5	10.5
标普500指数ROE	12.6	12.0	13.5	15.9	15.1	11.2	18.5	19.4	17.9	17.6	18.8	19.3	-	-

资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

英国

关税冲击后英国股市和英镑先跌后涨。英国富时 100 指数自关税冲击前 3 月 3 日高点至关税冲击后 4 月 9 日低点累计下跌 13% 左右，接近 2022 年衰退恐慌时期跌幅，但显著小于 2015 年英国脱欧不确定性与中国股汇双杀、2020 年疫情冲击和 2008 年全球金融危机时期跌幅，其中能源、原材料、可选消费与信息技术跌幅相对较大，公用事业、房地产、必选消费与医疗保健跌幅相对较小。在特朗普暂缓对中国之外贸易伙伴“对等关税”并开启与盟友贸易谈判之后，全球股市大幅反弹，非美股市跑赢美国股市，非美货币兑美元走强，英国富时 100 指数反弹 11.6%，英镑表现弱于欧元、日元与韩元但强于多数新兴市场货币。特朗普一对多贸易战对美国经济的负面影响超过对欧洲经济影响，美国财政扩张预期减弱而欧洲财政扩张预期增强，“海湖庄园协议”传言削弱他国投资者对美元资产信心，他国资金从美国市场回流本国市场，支撑非美货币兑美元走强。2025 年 2 月末英国投资者持有美国长期证券（国债、机构债和股票）余额 3.1 万亿美元，约相当于英国证券市值的 40% 和英国与欧元区证券总市值的 7.5% 左右。英国服务业占比更高，面临“对等关税”更低，关税冲击通过贸易渠道对英国影响可能小于对欧元区 and 日韩影响，但英国与美国经贸投资联系更加密切，美国金融市场波动对英国溢出影响相对更大，而欧元作为第二大国际货币和日元作为传统避险货币比英镑承接更多从美元资产流出的非美资金。

关税冲击将降低英国经济增速，对通胀影响相对较小。关税冲击之后，IMF 对英国 2025 年 GDP 增速预测从 2025 年 1 月报告的 1.6% 下调至 4 月报告的 1.1%，彭博调查中值从 2024 年 12 月 1.4% 降至 2025 年 4 月 0.9%。由于美英贸易基本平衡和关键盟友关系，特朗普仅对英国加征 10% 最低基准税率。关税对英国经济直接影响相对较小，但特朗普对主要经济体关税将阻断全球供应链，削弱全球总需求，通过供给、需求和信心等渠道间接影响英国经济。英国经济对全球贸易、金融和投资活动比较敏感，2024 年英国商品服务贸易总额、金融保险增加值和房地产增加值分别相当于 GDP 的 62.4%、8.5% 和 12.6%。据我们估计，全球经济增速每下降 1 个百分点约降低英国经济增速 0.6 个百分点，特朗普关税冲击可能降低全球经济增速 0.6-0.8 个百分点，降低英国 GDP 增速 0.4-0.5 个百分点。关税冲击通过扰乱全球供应链可能推升食品等部分需求稳定商品的价格，但通过削弱全球需求前景降低能源等产品价格，对英国通胀总体影响相对较小。

英国经济数据明显恶化。4 月英国消费者信心指数降至 2024 年以来最低，耐用品购买意愿降至历史低位。4 月标普英国制造业 PMI 连续多月处于收缩区间，贸易战阻断供应、打击需求和削弱信心，新出口订单指数创近年低点，就业指数持续下滑，但输入成本指数升至两年高点，制造业面临需求走弱、成本上升和不确定性等多重压力；服务业 PMI 从 3 月的 52.5 骤降至 4 月 48.9 创近 27 个月最低，新业务指数和就业指数下降，成本指数上升，企业面临需求减弱和成本上升压力，普遍减少或推迟招聘；综合 PMI 从 3 月 51.5 降至 4 月 48.2，结合第 1 季度 GDP 环比增长 0.1% 来看，英国经济正在面临增长停滞风险。

英国央行将继续降息，但近期通胀不确定性可能限制降息空间。在“对等关税”冲击之前，英国经济已显露疲态，失业率从 2024 年 8 月的 4.1% 升至 2025 年前两个月的 4.4%，家庭储蓄率上升，低收入群体实际收入受通胀侵蚀。英国央行 2025 年 2 月预测经济潜在增速从 2024 年初 1.5% 降至 2025 年初 0.75%。关税冲击将进一步削弱英国经济，为英国央行继续降息创造条件。但近期通胀不确定性可能限制降息空间。英国 CPI 与核心 CPI 增速从 2024 年第 3 季度的 2% 和 3.4% 反弹至 2025 年第 1 季度的 2.8% 和 3.5%。英国央行认为关税冲击对英国通胀净影响的大小和方向存在很大不确定性，这意味着在影响尚未完全明朗的情况下，英国央行不敢激进降息。英国央行自 2024 年 8 月以来已降息 3 次，预计年内可能进一步降息 2-3 次，年末基准利率降至 3.75%-4% 接近中性利率水平。

英国财政政策面临再扩张压力，但政府债务率居高可能限制财政政策空间。2024年7月工党在议会下院选举中取得压倒性胜利，终结保守党连续14年执政，英国政治重心从保守主义向中间偏左翼转向。工党政府采取以下措施：一是增加税收，雇主国家保险费（NICs）税率从13.8%上调至15%、起征点从9100英镑降至5000英镑，资本利得税基本税率和高档税率分别从10%和20%上调至18%和24%，冻结遗产税和个人所得税起征点，对私立学校开征20%增值税和商业物业税用于支持公立教育，分阶段取消对“非常住居民”海外收入和财产的税收优惠，引入碳排放相关税收，将分别增加企业、投资者、高收入者、高净值人士和耗能者的税收负担；二是增加对医疗、教育、住房、基础设施和绿色能源的公共支出；三是上调最低工资6.7%，预计惠及300万低收入工人，但将增加企业成本，可能减少劳工需求；四是在整固财政与支持增长之间需求平衡，延长财政平衡时间表，避免2022年“迷你预算”式市场动荡；五是加强与欧盟经贸投资联系，降低脱欧后贸易壁垒，修复与中国经贸关系，增加北部和工业衰退区自由港投资，促进区域平衡发展；六是在美国计划削减对欧洲军事防卫投入后，英国宣布增加国防开支，支持军工产业发展。工党政策小幅降低政府债务率，但未能显著改善经济增长动能，企业和投资者税负降低私人投资增速，基础设施、绿色能源和国防军事支出可能带来结构性利好但尚未落地。关税冲击之后，英国财政政策面临加大宽松力度压力，但政府债务/GDP超过95%可能限制财政扩张空间。

图2: 英国经济指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查中值	
											2025F	2026F
名义GDP (万亿美元)	2.9	2.7	2.7	2.9	2.9	2.7	3.1	3.1	3.4	3.6	3.9	4.2
人均GDP (千美元)	45.0	41.0	40.6	43.2	42.7	40.2	46.9	45.9	49.5	53.3	-	-
名义GDP增速	2.9	3.9	4.6	3.4	3.8	-5.8	8.6	10.5	7.3	5.2	4.9	4.0
实际GDP增速	2.2	1.9	2.7	1.4	1.6	-10.3	8.6	4.8	0.4	1.1	0.9	1.2
CPI增速	0.0	0.7	2.7	2.5	1.8	0.9	2.6	9.1	7.4	2.5	3.1	2.3
核心CPI增速	1.1	1.3	2.4	2.1	1.7	1.4	2.4	5.9	6.2	3.7	-	-
失业率	5.1	4.7	4.4	4.0	3.7	5.3	4.2	3.9	3.9	4.4	4.6	4.6
中央财政赤字/GDP	4.6	3.3	2.5	2.3	2.5	13.2	7.7	4.6	6.0	4.5	4.1	3.6
中央政府债务/GDP	86.9	86.8	85.6	85.3	84.7	104.8	104.4	99.8	100.5	100.1	-	-
政策利率	0.50	0.25	0.50	0.75	0.75	0.10	0.25	3.50	5.25	4.75	3.75	3.35
10年国债收益率	2.02	1.28	1.25	1.33	0.89	0.25	1.01	3.80	3.62	4.52	4.18	3.98
英镑/美元 (年末值)	1.5	1.2	1.4	1.3	1.3	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4
M2增速	2.5	6.9	2.9	2.9	1.3	14.8	6.0	3.1	-1.5	2.3	-	-
房价涨跌幅	10.1	6.8	0.2	3.0	4.0	5.8	9.1	2.3	1.9	3.4	-	-
富时100指数涨跌幅	2.5	6.9	2.9	2.9	1.3	14.8	6.0	3.1	-1.5	2.3	-	-
富时100指数市盈率(倍数)	14.5	19.5	15.9	12.7	13.6	15.9	15.5	10.2	10.4	11.9	11.8	11.2
富时100指数盈利增速	-3.5	-15.0	32.4	9.4	4.6	-26.8	17.3	52.8	1.8	-7.2	1.1	4.6
富时100指数ROE	7.8	3.3	7.9	13.7	10.7	1.3	10.5	12.4	16.2	9.9	13.8	14.2

资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

欧元区

关税冲击引发欧元区股市波动，但影响小于其他重大冲击。 富时欧元区股指从关税冲击前 3 月上旬高点至关税冲击后 4 月 7 日低点均下跌 14.7% 左右，跌幅显著小于 2018 年中美贸易战、2011 年欧债危机、2022 年衰退恐慌、2020 年疫情冲击和 2008 年全球金融危机时期跌幅，其中对贸易战敏感的汽车、机械、化工等行业跌幅相对较大，公用事业、医疗保健和必选消费等防御性行业跌幅较小。在特朗普暂缓贸易战并开启与盟友贸易谈判之后，欧元区股市大幅反弹，德国 DAX 指数反弹 16.7% 几乎收复关税冲击后全部跌幅，法国 CAC40 指数则反弹 12.2%。从股市反应来看，考虑政策对冲因素后，特朗普关税冲击对欧元区经济的负面影响将显著小于之前重大冲击。

关税冲击加剧欧元升势。 特朗普上任以来，欧元兑美元持续走强。特朗普发起一对多贸易战，美国将不占优，贸易战对美国负面影响超过对欧日影响。美欧财政政策正在分化，特朗普先削减联邦政府雇员和支出而非减税，强化市场对美国财政政策收缩预期，而在美国减少对欧洲防卫投入趋势下，欧元区国家可能被迫扩大财政扩张以建设自主防卫体系。此外，“海湖庄园协议”构想令他国投资者担心美元大贬风险，欧洲、日本和亚洲贸易盈余国等国投资者抛售美元资产回流母国，日元、台币和韩元等 Carry trade 逆转，欧洲市场作为第二大国际市场承接大量从美元资产流出的资金，推动欧元兑美元升值超过 10%。2025 年 2 月末欧元区投资者持有美国长期证券（国债、机构债和股票）余额 8.3 万亿美元，相当于欧元区证券市值的近 25%。

关税冲击将延缓欧元区复苏进程。 2024 年欧元区经济明显复苏，GDP 同比增速从 2023 年下半年 -0.15% 升至 2024 年上半年 0.45% 和下半年 1.2%，失业率降至 2000 年以来最低。关税冲击将阻断供应链、抑制总需求和削弱私人部门信心，可能中断欧元区经济复苏进程。关税冲击对爱尔兰、荷兰等自由港经济影响最大，其次是德国、意大利等制造业占比更高经济体，对法国、西班牙等服务业占比更高经济体影响最小。关税冲击之后，IMF 对欧元区 2025 年 GDP 增速预测从 1% 下调至 0.8%，其中对德国、意大利和法国 2025 年 GDP 增速的预测分别从 0.3%、0.7% 和 0.8% 降至 0%、0.4% 和 0.6%；彭博调查显示市场对欧元区 2025 年 GDP 增速预测中值从 2024 年 11 月时 1.2% 下调至 2025 年 4 月时 0.8%。分行业来看，汽车、钢铝、机械、化工、制药等贸易依存度较高行业将面临更大冲击。欧元区 4 月制造业 PMI 仍处于萎缩状态但意外回升，产出指数升至 2022 年 3 月以来最高，可能因为关税预期刺激消费者抢购和囤货带动生产活动，新订单指数收缩幅度扩大，出口订单指数降幅较大，商业信心指数降至 2025 年以来最低。

关税冲击对欧元区通胀影响较小。 关税作用机制包括供给冲击、需求冲击和信心冲击，对通胀的净效应受关税向进口价格传递率、需求萎缩程度、供应链调整弹性和企业利润缓冲能力等多方面因素影响。在关税冲击后 3 个月内，进口价格上升和供应链阻断作用可能超过需求紧缩效应，欧元区通胀可能先小幅上升。随着全球需求紧缩和大宗商品价格下跌效应超过成本上升作用，欧元区通胀再逐步下降。关税冲击可能降低全球 GDP 增速超过 0.5 个百分点，原油等对经济周期敏感的大宗商品价格已下跌超过 10%，需求紧缩效应将很快超过成本上升作用。

欧央行将延续降息，预计年内再降息 2-3 次。 短期内，关税冲击可能产生小幅再通胀效应，因为进口价格上升和供应链成本的传导速度快于需求萎缩效应，但再通胀效应较小，欧央行评估认为 20% 关税通过进口价格和供应链作用可能短期推升欧元区通胀 0.1-0.2 个百分点。中期内，关税冲击可能产生小幅降通胀效应，欧央行评估认为需求萎缩可能在 2025 年下半年至 2026 年初拉低欧元区通胀率 0.1-0.2 个百分点。受需求与就业放缓和大宗商品价格下跌影响，欧元区核心通胀可能从 2025 年下半年 2.7% 降至 2026 年 2.2%。由于关税冲

击将降低经济增速而对通胀影响较小，欧央行将延续降息进程。2024年以来，欧央行已降息7次，基准利率（主要再融资利率）从2023年9月4.5%降至2025年4月2.4%，预计年内进一步降息2-3次，年末基准利率降至1.7-1.9%。

欧元区国家将适度扩大财政扩张力度，加快建设自主防卫体系。关税冲击带来经济下行风险，而美国减少对欧洲军事投入带来自主防卫需求。在无关税冲击和无自主防卫需求情境下，2025-2026年欧元区平均财政赤字率可能保持在3%左右，与2024年基本持平。在有关税冲击和有自主防卫需求情境下，2025-2026年欧元区平均财政赤字率可能升至3.3%-3.5%，对欧元区经济增长贡献提升0.15-0.25个百分点，其中德国财政赤字率可能从无关税冲击和无自主防卫需求情境下的1.7%左右升至3%-3.2%，对德国经济增长贡献提升0.65-0.75个百分点。2025年2月欧盟提议激活《稳定与增长公约》“普遍豁免条款”（General Escape Clause），允许成员国在2025-2028年将国防支出提升至GDP的1.5%，不受赤字和债务规则限制。欧盟估计如果所有国家充分利用此条款，那么4年内可释放约1万亿欧元财政空间，更为现实的估计为6500亿欧元左右。截至2025年4月30日，欧盟16个国家包括欧元区内的德国、波兰、丹麦等申请使用该条款，德国和波兰非常积极，但意大利、法国等高债务国家因财政约束未申请，西班牙表示将延后决定。2025年3月，欧盟委员会提出“重新武装欧洲计划”，计划4年动员约8000亿欧元用于国防投资。德国计划设立5000亿欧元预算外基金，免除军事支出受“债务刹车”（Debt Brake）限制。

图3: 欧元区经济指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查中值	
											2025F	2026F
名义GDP(万亿美元)	11.8	12.1	12.8	13.9	13.6	13.3	14.9	14.5	15.8	16.4	18.3	19.4
人均GDP(千美元)	34.4	35.2	37.2	40.1	39.2	38.2	43.0	41.5	45.1	46.9	-	-
名义GDP增速	3.5	2.7	3.8	3.3	3.4	-4.3	8.6	8.8	6.4	3.8	3.3	3.4
实际GDP增速	2.1	1.8	2.6	1.8	1.6	-6.0	6.3	3.5	0.4	0.9	0.8	1.2
CPI增速	0.2	0.2	1.5	1.8	1.2	0.3	2.6	8.4	5.5	2.4	2.1	1.9
核心CPI增速	1.1	0.8	1.0	1.0	1.1	0.7	1.5	4.0	5.0	2.9	2.3	2.0
失业率	10.6	9.7	8.7	7.9	7.5	8.2	7.0	6.7	6.5	6.2	6.4	6.4
财政赤字/GDP	2.0	1.5	1.0	0.4	0.5	7.0	5.1	3.5	3.5	3.1	3.3	3.2
政府债务/GDP	91.0	89.9	87.5	85.6	83.6	96.5	93.9	89.5	87.3	88.1	-	-
主要融资利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.50	4.50	3.15	2.15	2.15
德国10年国债收益率	0.64	0.19	0.42	0.23	-0.21	-0.56	-0.21	2.51	2.02	2.39	2.68	2.68
意大利10年国债收益率	1.61	1.82	2.00	2.77	1.43	0.52	1.19	4.69	3.71	3.52	3.85	4.00
欧元/美元(年末值)	1.09	1.05	1.20	1.15	1.12	1.23	1.13	1.07	1.11	1.04	1.12	1.15
银行信贷增速	2.3	4.6	2.7	2.0	2.3	9.3	5.5	1.9	0.3	1.1	-	-
房价涨幅	2.6	4.6	4.6	4.7	4.5	5.6	9.5	2.7	-1.1	4.2	-	-
STOXX50指数涨幅	3.8	0.7	6.5	-14.3	24.8	-5.1	21.0	-11.7	19.2	8.3	-	-
STOXX50指数市盈率(倍数)	14.4	15.4	15.1	12.1	15.6	20.6	17.0	11.6	12.7	14.1	14.1	13.0
STOXX50指数盈利增速	1.5	-5.7	8.4	7.1	-2.9	-28.4	47.1	28.6	9.3	-2.8	0.4	8.8
欧元区STOXX50指数ROE	7.6	7.8	9.7	11.3	9.9	5.5	11.8	13.5	14.3	12.7	12.9	13.0

资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

日本

关税冲击引发日本股市波动，影响超过2018年中美贸易战。 日经225指数从关税冲击前1月下旬高点至关税冲击后4月7日低点下跌22.1%，跌幅超过2018年中美贸易战时期的19.9%、2011年欧债危机时期的16.3%和2022年衰退恐慌时期的11.6%，但不及2020年疫情冲击时期的31.1%和2008年全球金融危机时期的59.6%。分行业来看，对关税冲击和经济周期敏感的信息技术、金融、能源、原材料和工业跌幅较大，内需主导型或具有防御性特点的房地产、必选消费和公用事业跌幅相对较小。在特朗普暂缓“对等关税”并开启贸易谈判后，日本股市大幅反弹，日经225指数已收复之前跌幅的60%。

关税冲击加剧日元升势。 特朗普正式上任以来，日元兑美元持续走强，美元/日元汇率自1月20日特朗普正式上任至4月22日累计下跌9.5%左右。特朗普一对多贸易战对美国经济的负面影响超过对欧日经济影响。美日货币政策分化，美联储将进一步降息而日本央行将延续加息，美日利差下降。特朗普政策冲击和地缘不确定性推升市场避险情绪，日元作为传统避险货币而明显受益。市场预期美国将在对日贸易谈判中施压日元升值，对美元贬值担忧推动资金从美元资产流出，日元资产成为承接市场之一。日本金融机构和日元 Carry trade 资金抛售美元资产而回流日元资产，截至2025年2月末日本投资者持有美国长期证券（国债、机构债和股票）余额2.7万亿美元，相当于日本证券市值的16%。

关税冲击可能延缓日本经济复苏。 2024年下半年以来日本经济明显复苏，GDP同比增速由上半年的-0.75%升至第3季度0.7%和第4季度1.2%，预计2025年第1季度可能升至1.5%。但特朗普的汽车关税和“对等关税”可能中断日本经济复苏势头。日本经济对全球贸易和供应链依赖度较高，商品与服务贸易依存度约为44%，其中对美出口占日本商品出口近20%；汽车行业是日本经济的支柱产业，在日本制造业增加值和GDP中占比分别接近15%和3%，汽车及零部件在日本对美商品出口中占比超过25%。预计关税冲击可能降低未来4个季度日本GDP增速0.5-0.6个百分点。关税冲击之后，IMF对日本2025年GDP增速预测从1月报告的1.1%下调至4月报告的0.6%，日本银行对2025财年（2025年4月至2026年3月）GDP增速的预测从之前的1.1%下调至0.5%。分行业来看，汽车及零部件、钢铝、半导体及电子元件、机械制造等贸易依存度较高行业受影响相对较大，保险、零售和农产品等受影响相对较小。关税冲击之后，4月日本消费者信心指数显著下滑，降至2023年3月以来最低。4月日本制造业PMI为48.7，连续第10个月处于收缩区间但小幅上升，主要因为进口商和消费者抢购囤货效应，而新出口订单显著下降，企业减少采购数量，对前景乐观情绪降至2020年6月以来最低，主要担忧全球贸易和经济的不确定性。

关税冲击可能小幅降低日本通胀。 关税冲击可能阻断全球供应链，推升食品等需求稳定的商品价格，经过数月时滞可能推升日本通胀0.3个百分点左右。但关税冲击也削弱全球需求前景，大幅降低国际能源价格，4月布伦特原油下跌15%，经过数月时滞后可能降低日本CPI通胀0.4个百分点左右。日本对美商品贸易顺差约相当于GDP的1.4%，美国对日加征关税但日本不会反制，美国对日商品需求减少将超过对日商品供应，对商品产生向下作用。同时，关税冲击通过信心渠道带来内需紧缩效应，对通胀产生向下作用。日本能源、原材料和食品高度依赖进口，这些商品多以美元计价，关税冲击推动日元升值，将降低以日元衡量的进口成本从而降低通胀，日元升值5%在6-10个月后可能降低日本CPI增速0.2个百分点。关税冲击之后，IMF将2025年日本CPI增速预测从之前的2%下调至1.7%，日本央行将2025财年日本CPI增速预测从之前2.2%下调至2%。

日本央行可能推迟加息进程。 在关税冲击之前，市场普遍预计日本央行可能在7月会议上进一步加息。关税冲击之后，日本央行在5月1日会议上分别下调2025财年GDP和CPI增速0.6和0.2个百分点，认为关税冲击将导致全球贸易、海外经济和国内企业利润下降，

带来经济和通胀下行风险。随着关税冲击显著降低日本经济增长和通胀，日本央行在7月、9月和10月会议上可能保持政策利率不变。如果下半年关税冲击大幅下降甚至逆转，那么日本经济复苏和再通胀前景改善，日本央行可能在2026年1月进一步加息。日本央行降息可能性较小，因为目前货币政策仍处于极度宽松状态，而再通胀基础可能仍在。支撑再通胀的因素包括劳工供不应求、工资持续增长和企业提价能力增强等。由于旅游等劳动密集型服务业将支撑劳工需求，人口老龄化等结构性因素仍抑制劳工供应，日本工资可能延续上涨，但涨幅可能回落；Tankan调查显示日本企业议价相比过去显著提升。关税冲击对日本再通胀基础的削弱程度仍需进一步观察。

日本政府可能适度扩大财政扩张力度。在关税冲击之后，日本政府宣布紧急经济措施，包括企业融资支持、汽油价格补贴（每升降低10日元）和为期三个月电费补贴，总额约2万亿日元（相当于2024年名义GDP的0.3%），规模较小难以完全抵消关税冲击对经济的负面影响。由于关税冲击带来经济下行风险和美国可能施压日本通过财政刺激实现经贸再平衡，日本财政扩张力度可能加大。但日本政府债务率超过250%，国债收益率升至20年来高点，可能限制日本财政政策扩张空间。彭博调查显示市场中值预测为日本财政赤字率从2024年3%升至2025年3.5%。

图4: 日本经济指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查中值	
											2025F	2026F
名义GDP(万亿美元)	4.4	5.0	4.9	5.0	5.1	5.1	5.0	4.3	4.2	4.0	4.6	5.0
人均GDP(千美元)	35.1	39.4	39.1	39.8	40.4	40.0	40.2	34.5	34.0	32.7	-	-
名义GDP增速	3.7	1.2	1.6	0.6	0.2	-3.3	2.5	1.3	5.6	3.0	3.7	2.7
实际GDP增速	1.6	0.8	1.7	0.6	-0.4	-4.2	2.7	0.9	1.5	0.1	1.0	0.8
CPI增速	0.8	-0.1	0.5	1.0	0.5	0.0	-0.3	2.5	3.3	2.7	2.7	1.9
核心CPI增速	0.6	-0.3	0.5	0.9	0.6	-0.2	-0.2	2.3	3.1	2.6	2.6	1.7
失业率	3.3	3.0	2.7	2.5	2.2	3.1	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4
财政赤字/GDP	3.0	3.0	2.4	1.7	2.4	9.1	5.3	3.3	3.9	3.0	3.6	3.4
政府债务/GDP	194.2	195.9	196.3	197.7	199.1	224.7	220.3	224.3	217.3	216.2	-	-
政策利率	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.25	0.75	1.00
10年国债收益率	0.27	0.04	0.05	0.04	-0.02	0.04	0.09	0.45	0.65	1.11	1.50	1.66
美元/日元(年末值)	120.4	117.1	112.7	110.4	109.2	103.3	115.1	132.1	141.4	157.9	142.0	135.0
银行资产增速	2.99	6.81	2.27	1.20	1.13	11.76	5.15	1.89	3.58	3.33	-	-
房价涨幅	1.3	9.6	4.3	0.9	4.7	4.8	11.5	9.0	7.0	4.4	-	-
日经225指数涨幅	3.0	6.8	2.3	1.2	1.1	11.8	5.1	1.9	3.6	3.3	-	-
日经225指数市盈率(倍数)	20.2	23.9	20.2	14.4	18.8	36.6	16.2	17.9	25.9	21.0	20.5	18.7
日经225指数盈利增速	19.0	-15.2	41.1	23.2	-9.7	-40.2	136.4	-18.0	-11.1	47.1	2.3	9.6
日经225指数ROE	8.7	7.9	9.5	11.0	9.5	5.8	11.9	8.6	7.1	10.2	9.5	9.9

资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

中国

关税冲击引发中国股市波动，影响小于 2018 年贸易战。沪深 300 指数和恒生指数自关税冲击前高点至关税冲击后低点分别下跌 10.5% 和 20%，跌幅小于 2018 年贸易战时期的 32.5% 和 24.4%，更不及 2020 年疫情冲击、2011 年欧债危机、2022 年衰退恐慌和 2008 年全球金融危机时期跌幅。在 4 月 8 日特朗普对中国之外贸易伙伴暂缓“对等关税”并开启与盟友贸易谈判之后，中国股市追随全球市场反弹，目前已收复之前跌幅的一半左右。分行业来看，港股中对经济周期敏感的可选消费、工业与资讯科技跌幅居前，医疗保健、公用事业与必选消费等防御性板块跌幅较小；A 股中对贸易敏感的纺织服装、计算机、通信与电子设备、汽车、化工等行业领跌，公用事业、必选消费、医疗和交通运输等防御型和内需主导型板块跑赢。中国股市对此轮关税冲击更有韧性，主要因为：市场已经历特朗普 1.0 冲击，对特朗普 2.0 冲击恐惧大幅下降；中国制造业与科技企业竞争力提升，大型企业已在海外布局，对中美冲突准备比之前更好；美元目前处于降息周期，而 2018 年处于加息周期；目前美元利率和资产估值在高位，人民币利率和资产估值在低位。

关税冲击后人民币先跌后升，压力小于 2018 年贸易战时期。人民币汇率提前反应特朗普政策冲击风险，美元/人民币汇率从 2024 年 9 月 25 日 7.0 附近升至 2025 年 1 月 10 日 7.33，之后回落至 3 月 7.22 附近，4 月 2 日“对等关税”冲击后先升至 7.35，而后再度回落至 7.22 附近，自 2024 年 9 月 25 日至今累计升幅仅 3% 左右，幅度显著低于 2018 年贸易战时期的 10% 左右。首先，特朗普关税冲击和弱美元偏好削弱投资者对美元资产例外论的信心，美元不升反贬。其次，人民币资产估值处于低位，中国对美反制态度更加坚定，政策稳股市稳汇率意愿更强，股市与汇率稳定是对美博弈展现力量的组成部分。最后，因担心美元大贬和地缘政治风险，中国背景资金可能从美元资产流出，流向欧元日元资产或回流中国市场。截至 2025 年 2 月末中国内地和香港投资者持有美国长期证券（国债、机构债和股票）余额 1.8 万亿美元，相当于香港证券市值近 27% 和中国内地与香港证券总市值 4%。预计年末美元/人民币可能达到 7.30 左右。

关税冲击可能延缓中国经济复苏进程。2024 年第 4 季度以来中国经济呈现复苏态势，GDP 增速从 2024 年第 3 季度 4.6% 升至 2025 年第 1 季度 5.4%，高频经济活动指数从 0.96（2019 年=1）升至 1.07。二手房销量和耐用消费品零售显著改善，抢出口效应支撑出口和贸易顺差第 1 季度创历史新高。但 4 月以来关税冲击影响开始显现，4 月制造业 PMI 超预期降至 49% 进入收缩区间，出口订单和进口指数跌至近三年低点，企业推迟支出与招聘，采购量指数降幅创 2022 年 4 月以来最大，就业指数降至近 14 个月最低。关税冲击可能降低未来 12 个月中国 GDP 增速 1 个百分点，GDP 增速可能从 2025 年第 1 季度 5.4% 放缓至第 2 季度 4.5%，政策对冲之后下半年回升至 4.7%，全年增速 4.8% 左右。

关税冲击可能影响购房者和消费者信心。今年 1 季度，个人所得税恢复正增长 7.1%，消费者信心指数小幅回升，二手房销量延续复苏，新房销量跌幅同比收窄，“以旧换新”政策支撑汽车、家电、家具、消费电子等耐用品消费走强。但 4 月以来住房和汽车销量复苏势头放缓，10 个代表性城市（北京、深圳、杭州、成都、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞和佛山）二手房日均销量增速从 3 月 33.5% 降至 4 月 14.7%，30 大中城市商品房销量同比降幅从 3 月 0.6% 扩大至 4 月 14.9%，一线城市商品房销量由 3 月同比增长 22.7% 转为 4 月同比下降 5.7%，乘用车销量同比增速由 3 月 11.2% 降至 4 月前 3 周 5.3%。“五一”假期数据显示出行与相关服务消费强劲，预示关税冲击对部分服务消费影响相对较小。

关税冲击可能加剧通缩压力。关税冲击将减少外需，并通过信心渠道抑制内需，加剧产能过剩。4 月制造业 PMI 中出厂价格指数和原材料购进价格指数加剧收缩，显示通缩压力加大。上海二手车市场平均交易价格同比跌幅从 3 月 14.6% 扩大至 4 月 17.6%。造船价格指数、碳酸锂、多晶硅和螺纹钢等价格指数环比明显下跌。但关税冲击通过减少农产品进口，对农产品价格具有短期提振作用，4 月农产品和蔬菜价格环比持平，猪肉价格环比跌幅从 4% 收窄至 1.2%。通缩加剧将令企业盈利承压，今年 1 季度企业所得税同比下降 6.8%，规模以上工业企业利润同比增长 0.8%，显示企业利润延续疲弱。我们估计关税冲击可能分别降低中国 2025 年 CPI 和 PPI 增速 0.2 和 0.5 个百分点，预计中国 2025 年 CPI 增速 0.3%，略高于 2024 年的 0.2%，PPI 跌幅 1%，小于 2024 年跌幅 2.2%。

中国政策可能延续宽松。由于第 1 季度经济超预期、第 2 季度关税冲击影响程度仍需观察和中美冲突可能长期化，中国决策者可能不会将全部增量政策和盘推出。第 2 季度增量政策将以货币和金融政策为主，包括降准 50 个基点、LPR 下调 10 个基点和针对首套房贷与专项再贷款定向降息，稳股市稳汇率稳房市作为中美谈判期间展示实力的一部分将是政策重点；财政政策主要是加快原定预算支出进度，支持地方政府加大城中村改造和收购闲置土地与滞销商品房规模，但不会上调原定财政赤字。基于对经济受损程度和中美初步谈判结果的评估，决策者可能在 7 月初政治局会议上宣布下半年财政政策与消费政策的加力程度。预计下半年可能进一步下调 LPR 10 个基点，可能适度上调广义财政赤字，加大对中低收入群体、社会保障体系和多胎家庭的转移支付，更大力度提振家庭消费。

图 5: 中国经济指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查中值		CMB预测	
											2025F	2026F	2025F	2026F
名义GDP(万亿美元)	11.1	11.4	12.6	14.1	14.5	15.0	18.2	18.3	18.3	18.7	19.2	20.2	19.4	20.7
人均GDP(千美元)	8.1	8.2	9.0	10.1	10.3	10.6	12.9	13.0	12.9	13.3	-	-	13.8	14.7
名义GDP增速	7.1	8.4	11.3	10.5	7.5	2.9	13.4	5.1	4.9	4.2	4.0	5.0	4.7	5.4
实际GDP增速	7.0	22.3	6.9	6.8	6.1	2.3	20.9	3.1	5.4	5.0	4.2	4.2	4.8	4.6
CPI增速	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	0.2	0.2	0.4	1.0	0.3	0.9
PPI增速	-5.2	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-1.8	8.1	4.1	-3.0	-2.2	-1.5	0.3	-1.0	0.4
失业率				4.9	5.2	5.2	5.1	5.5	5.1	5.1	5.1	5.1	5.2	5.0
一般赤字/GDP	2.3	3.0	3.0	2.6	2.8	3.6	3.2	2.8	3.0	3.0	-	-	4.0	3.5
(一般赤字+专项债+特别国债)/GDP	2.3	3.5	3.9	4.0	4.9	8.2	6.3	5.8	6.8	6.6	-	-	8.4	8.5
政府债务/GDP	36.20	35.80	35.30	35.60	37.90	45.00	45.80	49.40	54.70	60.80	-	-	69.20	77.70
DR007	2.32	2.59	3.09	3.04	2.65	2.46	2.29	2.36	1.91	1.98	1.74	1.68	1.65	1.55
1年LPR	4.30	4.30	4.30	4.31	4.15	3.85	3.80	3.65	3.45	3.10	2.65	2.40	2.90	2.80
10年国债收益率	2.83	3.02	3.88	3.24	3.14	3.14	2.77	2.84	2.56	1.67	1.68	1.77	1.70	1.60
美元/人民币(年末值)	6.57	6.97	6.51	6.87	6.96	6.50	6.36	6.92	7.12	7.34	7.35	7.30	7.25	7.15
银行资产增速	15.65	15.68	8.40	6.81	8.45	10.28	7.54	9.79	9.73	6.29	-	-	6.6	6.9
一线城市房价涨跌幅	26.41	32.32	10.55	-2.40	1.34	10.51	10.43	-4.16	-12.15	-12.68	-	-	-6.5	-1.5
沪深300指数涨跌幅	5.58	-11.28	21.78	-25.31	36.07	27.21	-5.20	-21.63	-11.38	14.68	-	-	-	-
恒生指数涨跌幅	-7.16	0.39	35.99	-13.61	9.07	-3.40	-14.08	-15.46	-13.82	17.67	-	-	-	-
沪深300指数市盈率(倍数)	16.4	14.9	16.9	11.2	13.7	19.4	16.5	13.7	12.5	15.8	12.9	11.5	-	-
恒生指数市盈率(倍数)	10.6	11.9	14.2	10.8	11.5	12.7	11.3	10.4	8.7	9.4	10.0	9.3	-	-
沪深300指数盈利增速	0.3	-2.4	7.1	12.5	11.9	-10.2	11.2	-5.8	-2.9	-8.9	17.8	11.9	-	-
恒生指数盈利增速	-1.9	-10.7	13.9	13.5	3.0	-12.6	-3.8	-7.9	2.9	8.4	3.2	8.2	-	-
沪深300指数ROE	13.4	11.8	12.2	12.7	12.9	11.6	12.9	12.2	11.2	10.1	11.0	11.3	-	-
恒生指数ROE	12.8	9.7	9.9	12.7	11.3	7.3	9.9	9.6	11.1	10.6	10.9	11.0	-	-

资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

印度

关税冲击延长印度股市下跌周期，但影响相对较小。印度股市在关税冲击之前已下跌半年左右，SENSEX30指数自2024年9月27日高点至2025年3月4日低点累计下跌14.7%，此轮调整的原因是政治不确定性上升（6月大选结果低于预期）、经济增速下滑（GDP增速从2Q的6.6%降至3Q的5.8%）、通胀短期反弹（通胀从3Q的4.2%升至4Q的5.6%）、信贷失速（信贷增速从6月末17.1%降至12月末11%）、股票股指过高（Nifty 50指数PE近25倍远超新兴市场均值15倍）和外资撤离（3Q日元大幅升值和4Q中国实施强刺激推动国际投资者调整组合地区配置）。SENSEX30指数自4月2日“对等关税”冲击至4月7日低点跌幅为6.9%，显著小于东亚和东南亚股市跌幅，也小于其他重大冲击时期印度股指跌幅，因为印度“对等关税”税率、外贸依存度、对美出口依赖度和制造业占比均低于东亚和东南亚经济体，市场对美印贸易谈判预期相对亚洲其他新兴市场更加乐观。

关税冲击可能小幅降低印度经济增速。关税冲击之后，IMF将印度2025年GDP增速预测从之前的6.5%下调至6.2%；印度央行将印度2025/2026财年（2025年4月至2026年3月）GDP增速预测从6.7%下调至6.5%；印度财政部预计关税冲击影响印度GDP增速0.2%-0.5个百分点，预测印度2025/2026财年GDP增速为6.3%-6.8%。关税冲击可能减少印度对美商品出口5%以上，但剔除关税豁免后印度对美商品出口仅相当于GDP的1.7%，显著低于东亚和东南亚经济体。关税冲击可能削弱全球经济前景，印度IT、咨询等服务出口依赖全球需求，可能受到一定负面影响。印度经济以内需为主，国内消费占GDP比稳定在70%左右，关税冲击对印度经济的直接冲击有限。印度作为相对中立的大型经济体，在地缘冲突时代成为各角逐方拉拢的对象，将受益于连接各对抗阵营的连接者，印度“对等关税”负担和对美贸易谈判前景优于其他可比新兴市场，纺织、仿制药和电子产品行业可能受益于新订单和供应链转移。2018年中美贸易战以来，印度在美国纺织品进口中份额持续提升，与中国和越南在“对等关税”的巨大差异可能进一步提升印度在美国市场份额。印度在全球仿制药产量中占比20%，美国关税豁免将显著提升印度仿制药在美国市场份额。苹果公司计划将印度在全球iPhone产量中占比从2024/2025财年的20%提升至2026/2027财年的30%左右，计划2026年底实现美国市场iPhone全部由印度组装。2024/2025财年印度FDI同比增长15.2%，显示对跨国公司资本保持较强吸引力。

印度货币政策转向宽松。在关税冲击之后，印度央行4月迅速将政策利率从6.25%降至6%，货币政策立场从“中性”（neutral）转为“宽松”（accommodative），显示印度央行可能进一步降息以刺激经济。印度央行还针对纺织、电子产品等行业定向扩大出口信贷（2024年占GDP的0.5%）和延长利率补贴政策。但印度2025年通胀可能达到4.5%-5%，仍显著超过4%通胀目标上限，货币政策宽松力度受到限制。卢比贬值压力是印度货币政策的另一重要约束，但关税冲击令美元走弱和卢布走强，该约束短期内不会发挥作用。我们预计印度央行年内可能进一步降息50-75个基点，年末政策利率可能降至5.25%-5.5%。

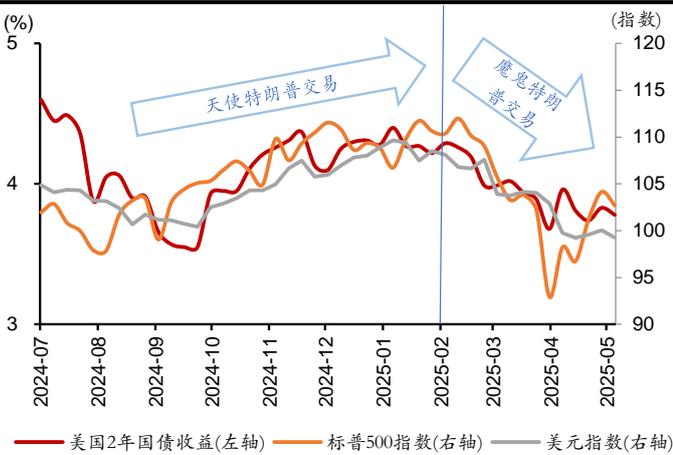
印度财政政策适度加力。2025年2月印度设定2025/2026财年财政赤字率目标为4.4%，相比2024/2025财年目标4.8%有所下降，反映近年来财政整顿基调。财政赤字率在2020/2021财年达到9.2%峰值后逐年下降，2026/2027财年起将以政府债务/GDP为主要目标，希望该指标从当前57%左右降至2031年3月50%，每个财年财政赤字率灵活控制在3.5%-4.5%。关税冲击之后，印度计划增加纺织和汽车零部件出口补贴，扩大食品与燃料补贴等，2025/2026财年财政赤字率可能升至5%左右。印度应对关税冲击其他政策包括财政托底农村就业计划与保障低收入群体、加快贸易多元化（扩大对东盟出口，加入CPTPP）和吸引外资与供应链转入等。

图 6: 印度经济指标

(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	彭博调查中值	
											2025F	2026F
名义GDP(万亿美元)	2.1	2.3	2.6	2.8	2.9	2.7	3.2	3.4	3.6	4.0	4.2	4.6
人均GDP(千美元)	1.6	1.7	1.9	2.0	2.1	1.9	2.3	2.4	2.5	2.7	-	-
名义GDP增速	10.5	11.8	11.0	10.6	6.4	-1.2	18.9	14.0	12.0	9.9	9.4	9.0
实际GDP增速	7.5	9.0	6.1	7.3	4.6	-5.9	9.4	7.0	8.6	6.5	6.3	6.4
CPI增速	4.9	5.0	3.3	4.0	3.7	6.6	5.1	6.7	5.7	4.9	4.6	4.1
失业率				9.9	7.9	10.3	8.8	7.2	6.5	6.4	-	-
财政赤字/GDP	6.9	6.9	5.8	5.8	7.2	13.1	9.5	9.5	8.6	7.6	4.8	4.4
政府债务/GDP	68.4	68.8	69.5	69.4	74.3	88.8	84.8	82.3	82.1	81.6	-	-
政策利率	6.8	6.3	5.9	6.6	4.8	2.9	3.5	6.0	6.4	6.7	5.5	5.3
10年国债收益率	7.76	6.51	7.33	7.37	6.55	5.89	6.45	7.33	7.18	6.76	6.28	6.34
美元/卢比(年末值)	66.33	67.95	63.93	69.79	71.27	73.05	74.30	82.79	83.12	85.62	87.30	87.21
银行资产增速	-0.4	6.0	10.5	13.8	7.2	6.2	9.3	14.7	19.6	11.0	-	-
房价涨幅	3.23	1.04	3.09	4.00	0.00	0.96	4.76	13.62	10.26	-	-	-
NSE500指数涨幅	-0.7	3.8	35.9	-3.4	7.7	16.7	30.2	3.0	25.8	15.2	-	-
NSE500指数市盈率(倍数)	22.2	22.1	26.9	29.1	24.8	29.2	31.8	25.2	27.6	25.0	23.2	20.3
NSE500指数盈利增速	1.8	4.4	11.7	-10.9	26.6	-1.0	19.6	30.2	14.7	26.8	7.7	14.3
NSE500指数ROE	11.5	11.1	11.2	11.2	10.8	10.7	12.2	14.1	13.7	15.1	14.2	14.8

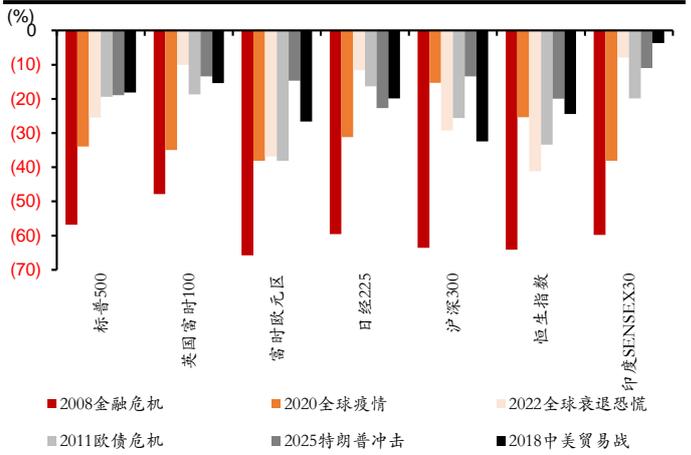
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 7: 美国债股汇表现



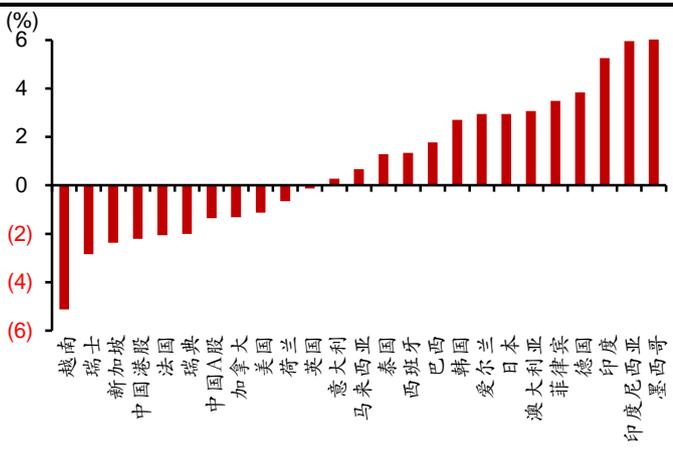
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 8: 主要股指日收盘价在历次冲击前后最大跌幅



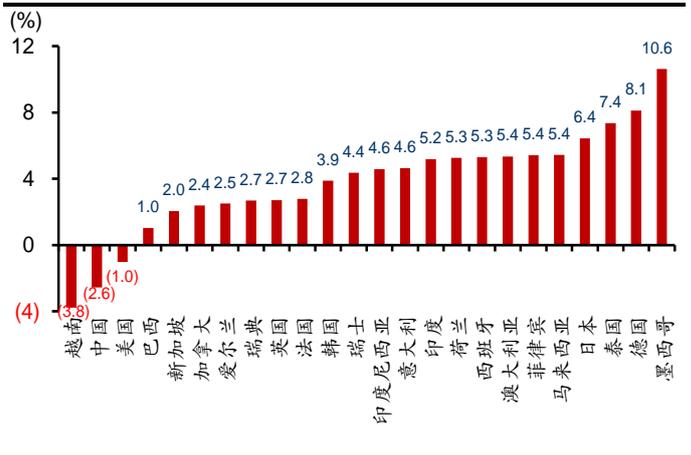
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 9: 4 月 2 日以来各股指本币计价涨跌幅



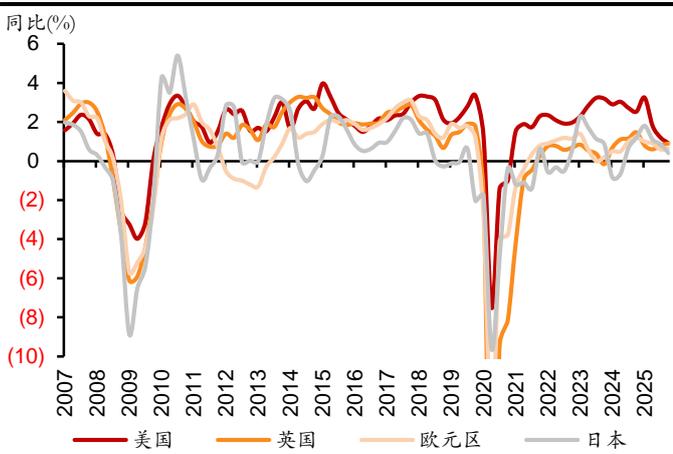
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 10: 4 月 2 日以来 MSCI 各市场美元计价涨跌幅



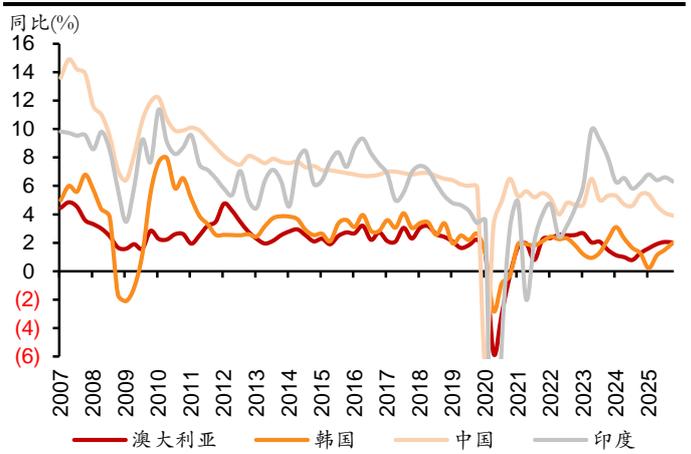
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 11: 主要发达经济体 GDP 增速



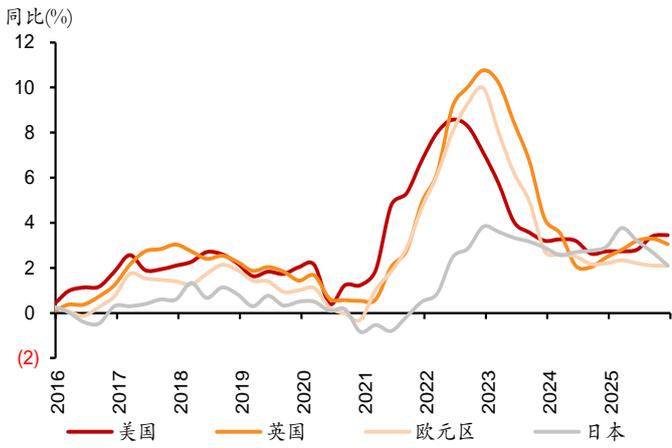
注: 2025 年大部分数值为彭博调查中值
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 12: 亚洲主要经济体 GDP 增速



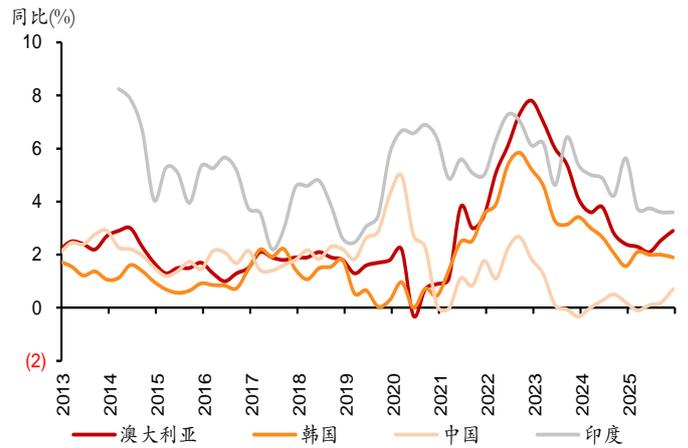
注: 2025 年大部分数值为彭博调查中值
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 13: 主要发达经济体 CPI 增速



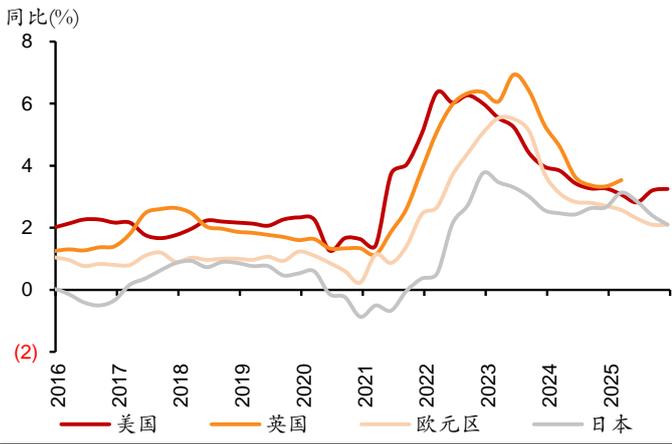
注: 2025 年大部分数值为彭博调查中值
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 14: 亚洲主要经济体 CPI 增速



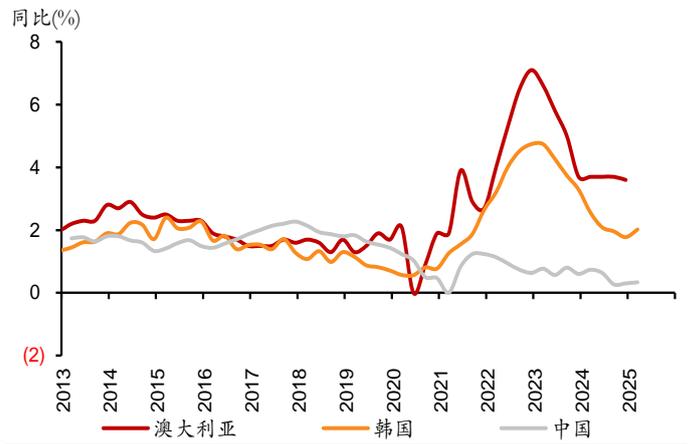
注: 2025 年大部分数值为彭博调查中值
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 15: 主要发达经济体核心 CPI 增速



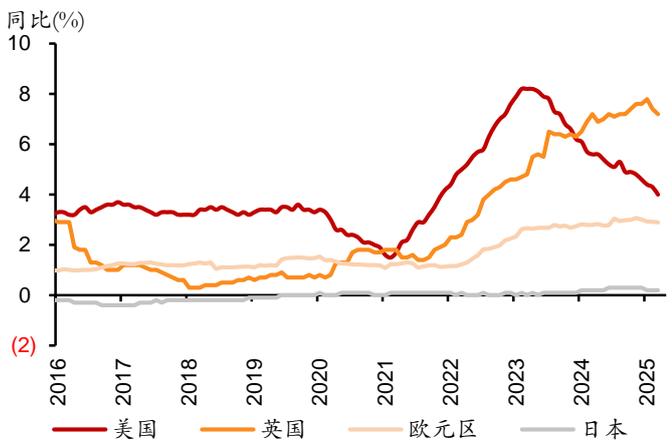
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 16: 亚洲主要经济体核心 CPI 增速



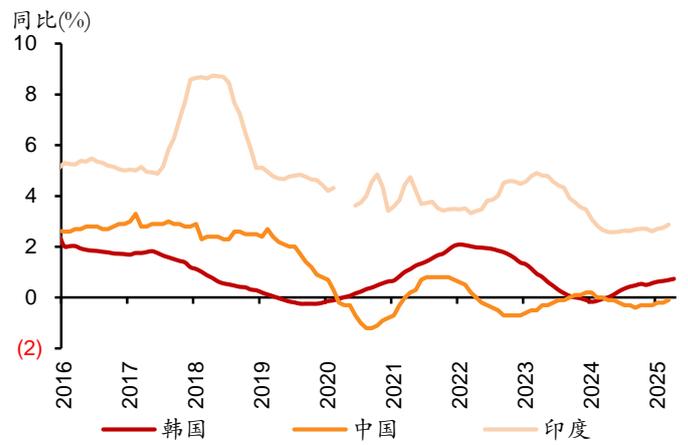
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 17: 主要发达经济体房租增速



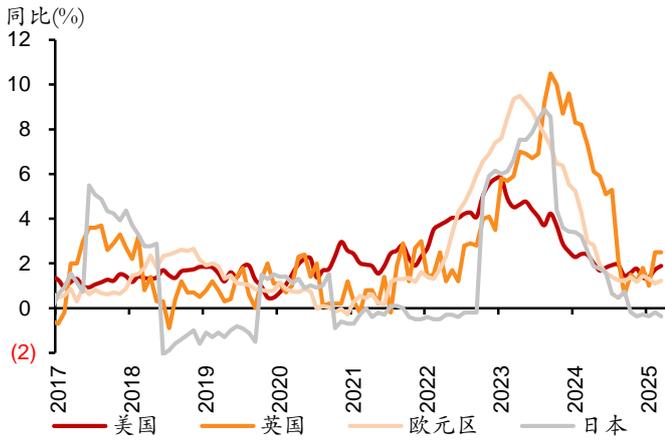
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 18: 亚洲主要经济体房租增速



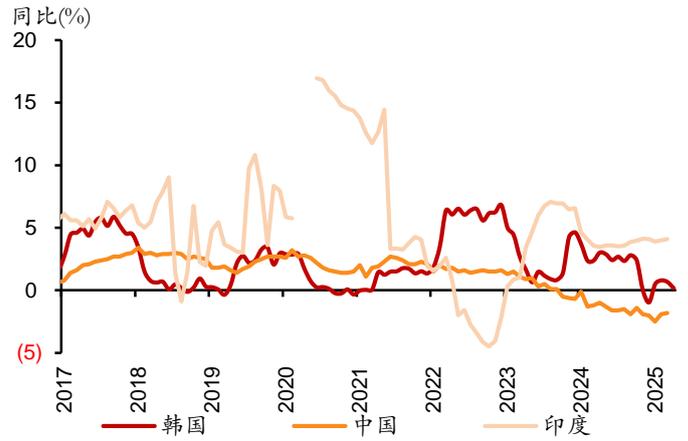
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 19: 主要发达经济体酒精饮料价格增速



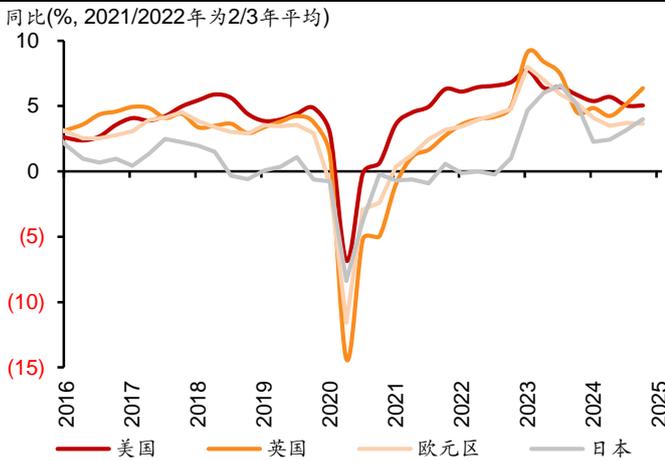
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 20: 亚洲主要经济体酒精饮料价格增速



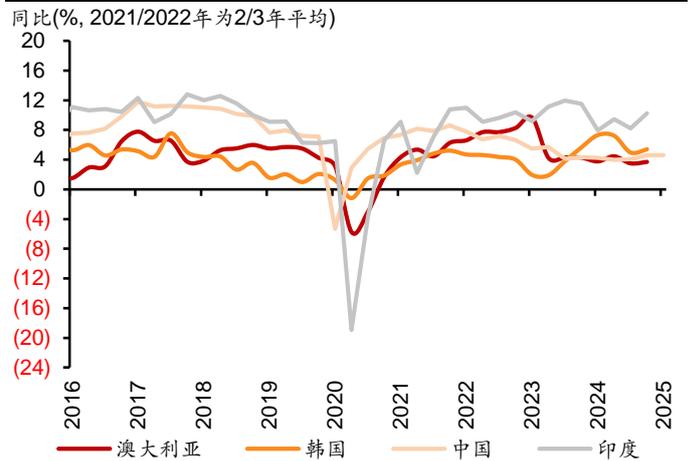
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 21: 主要发达经济体名义 GDP 增速



资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 22: 亚洲主要经济体名义 GDP 增速



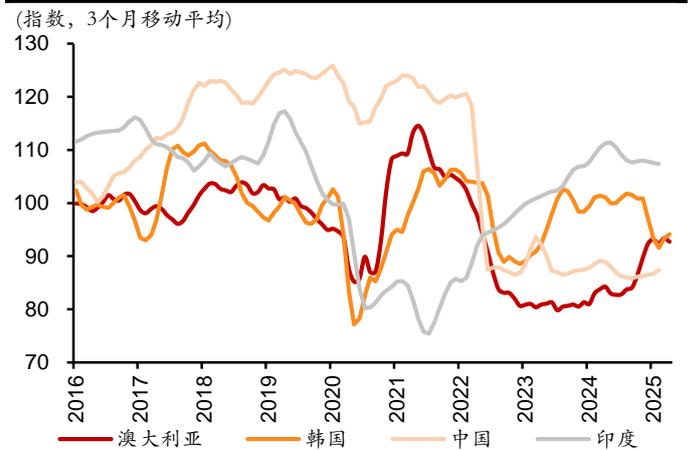
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 23: 主要发达经济体消费者信心指数



资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 24: 亚洲主要经济体消费者信心指数



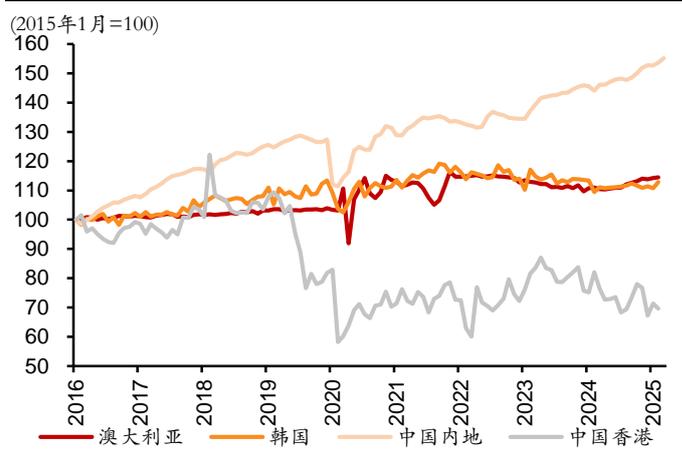
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 25: 主要发达经济体实际零售指数



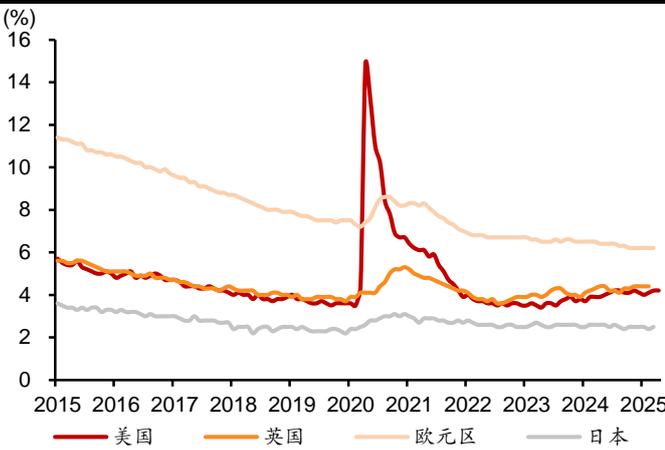
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 26: 亚洲主要经济体实际零售指数



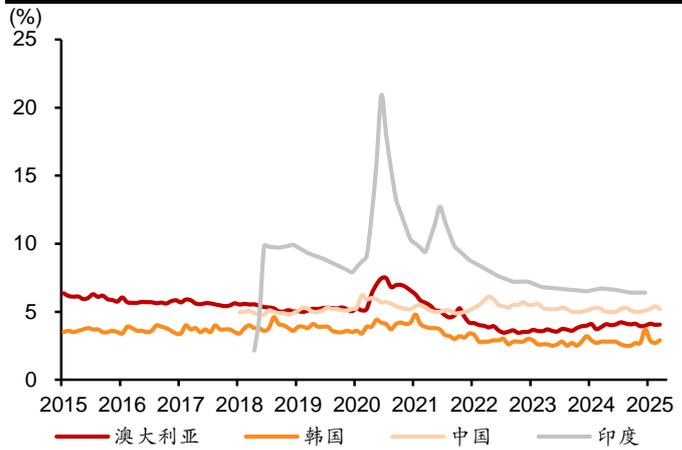
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 27: 主要发达经济体失业率



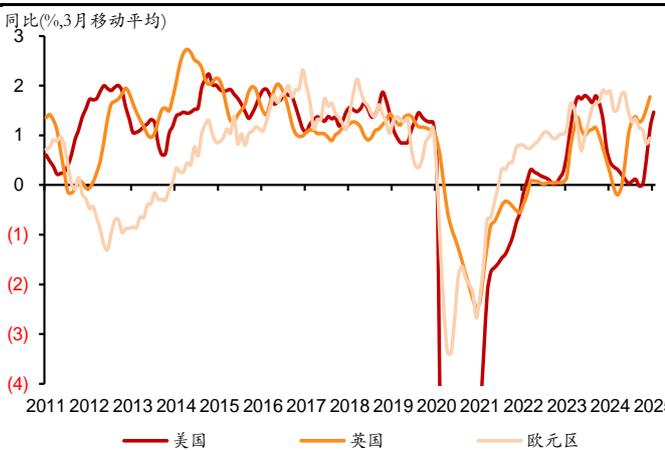
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 28: 亚洲主要经济体失业率



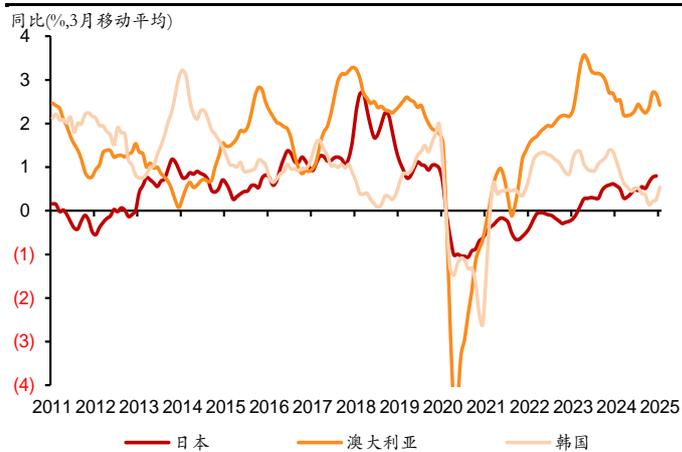
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 29: 主要发达经济体就业人数增速



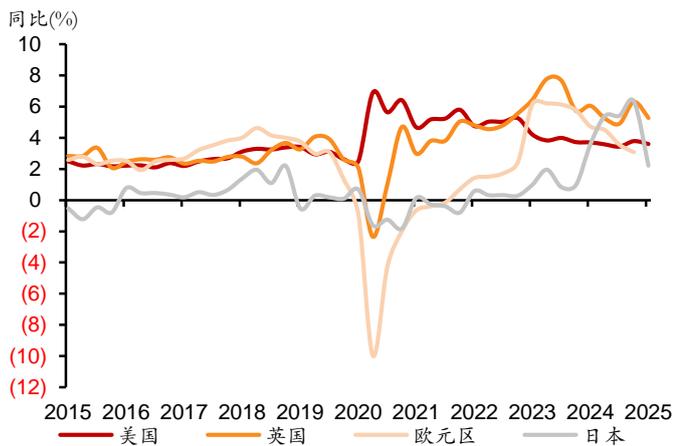
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 30: 亚洲主要经济体就业人数增速



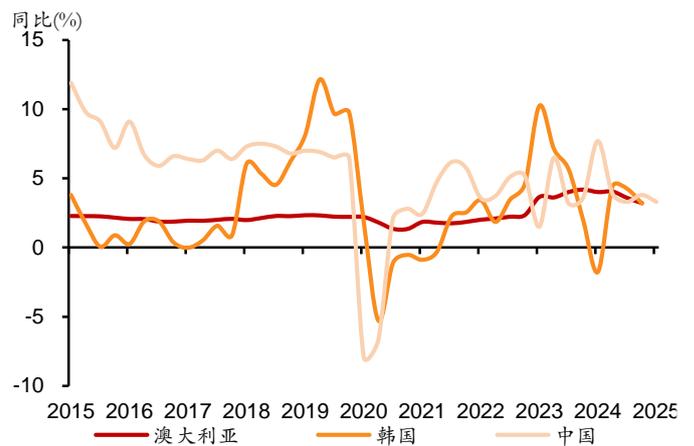
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 31: 主要发达经济体工资增速



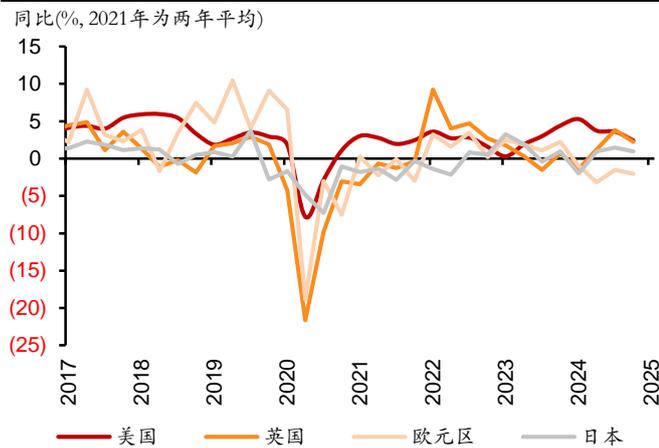
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 32: 亚洲主要经济体工资增速



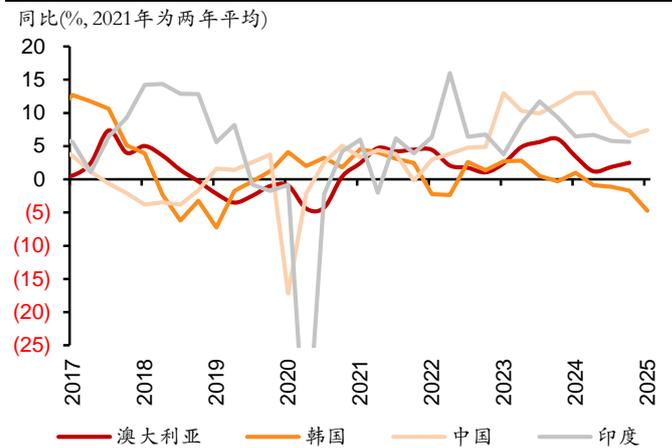
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 33: 主要发达经济体不变价投资增速



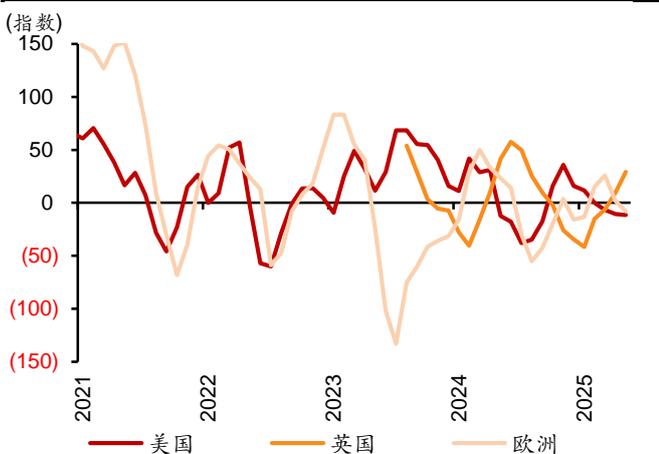
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 34: 亚洲主要经济体不变价投资增速



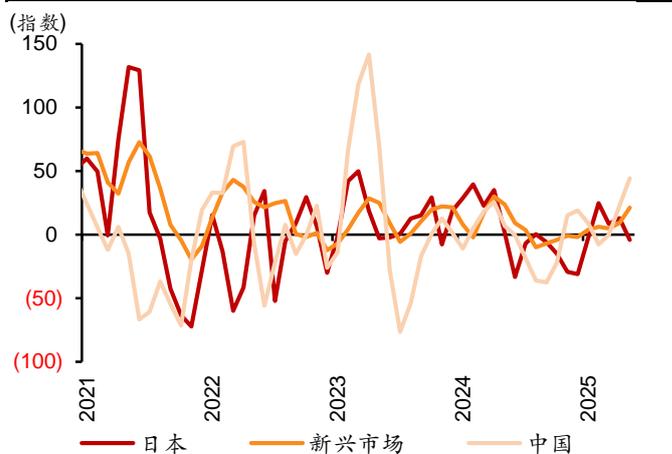
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 35: 美欧经济意外指数



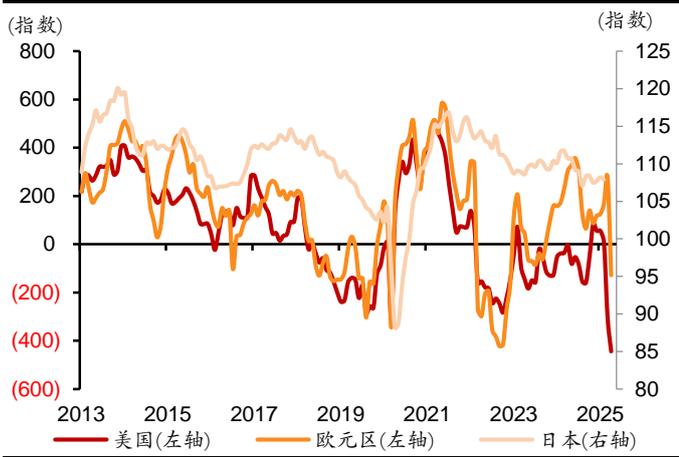
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 36: 日本、新兴市场与中国经济意外指数



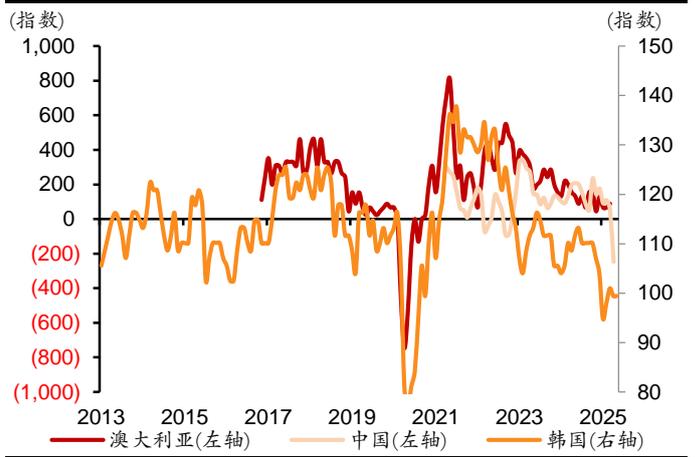
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 37: 美欧日经济景气指数



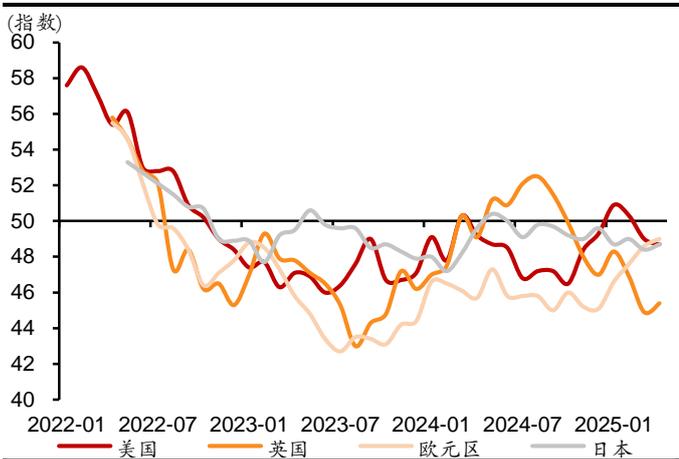
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 38: 澳中韩经济景气指数



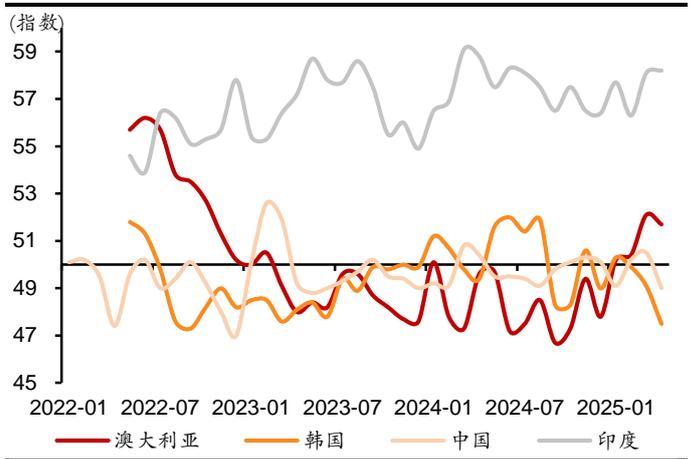
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 39: 主要发达经济体制制造业 PMI



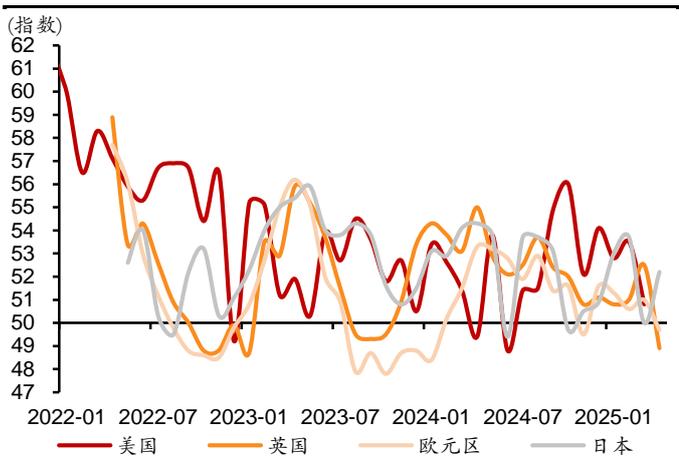
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 40: 亚洲主要经济体制制造业 PMI



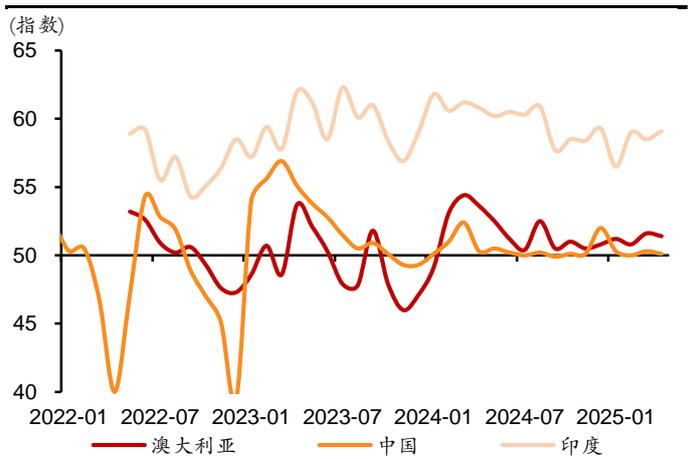
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 41: 主要发达经济体服务业 PMI



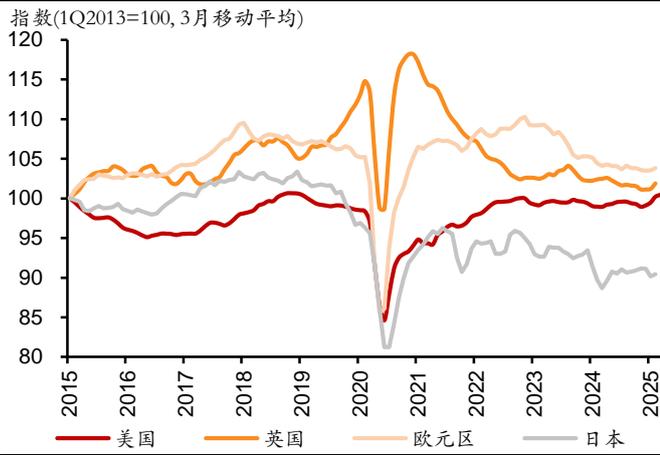
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 42: 亚洲主要经济体服务业 PMI



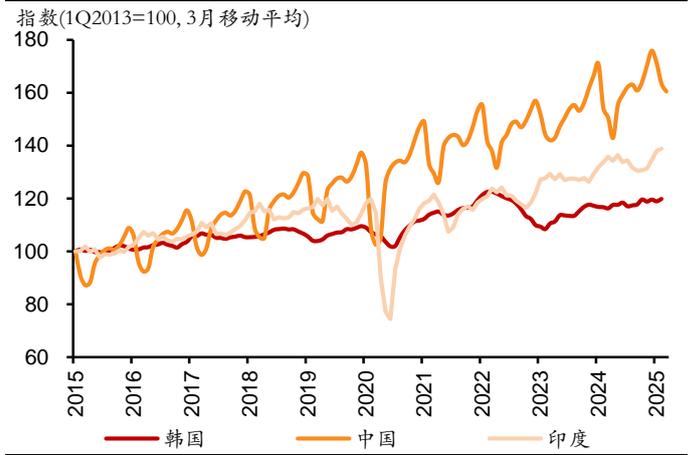
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 43: 主要发达经济体工业生产指数



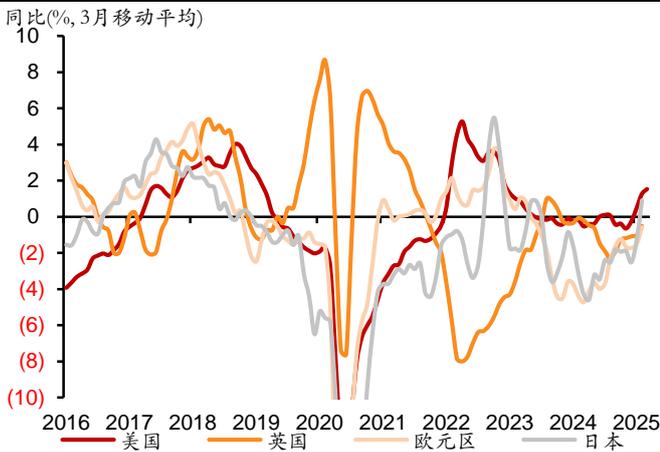
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 44: 亚洲主要经济体工业生产指数



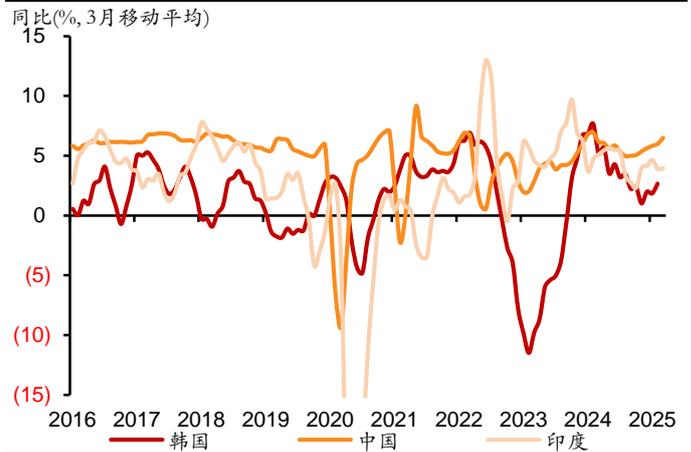
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 45: 主要发达经济体工业生产增速



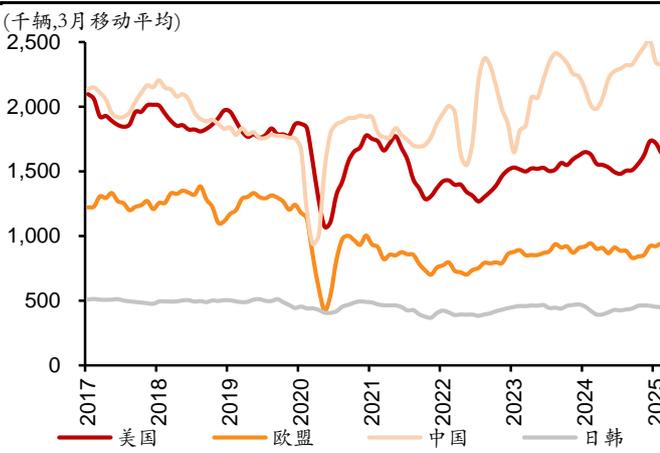
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 46: 亚洲主要经济体工业生产增速



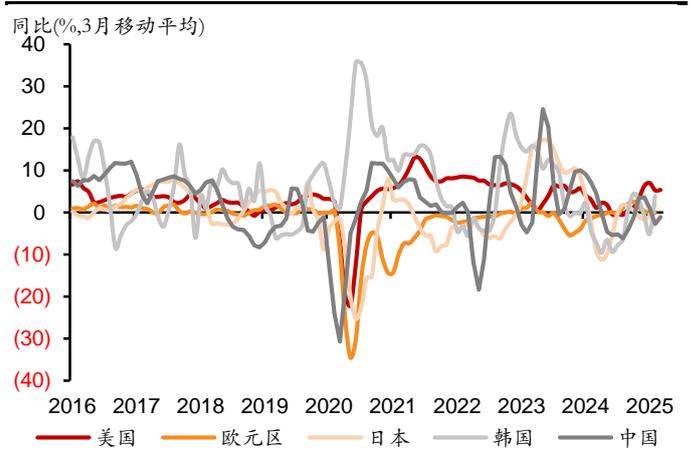
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 47: 主要经济体汽车销量



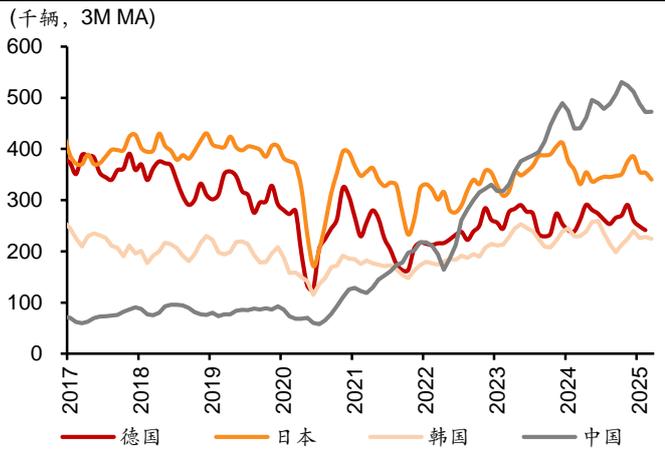
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 48: 主要经济体汽车零售额增速



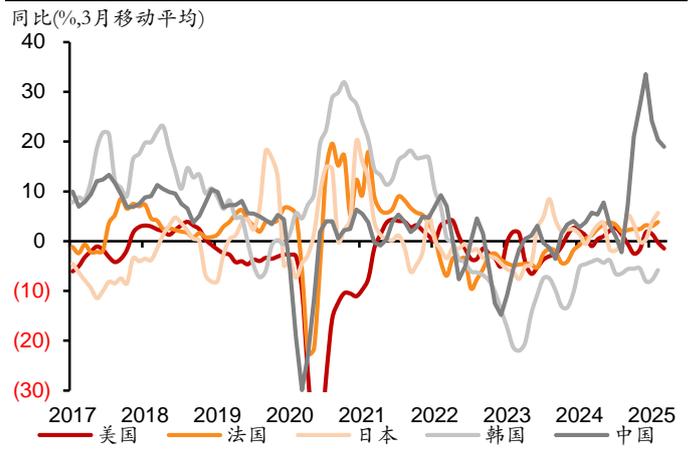
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 49: 主要汽车出口国出口量



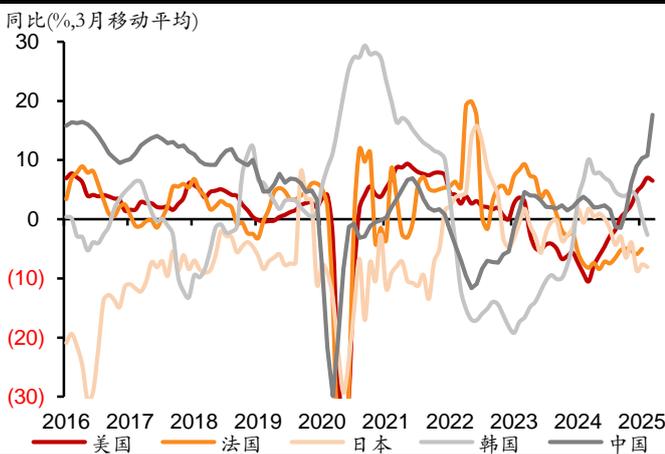
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 50: 主要经济体家电零售额增速



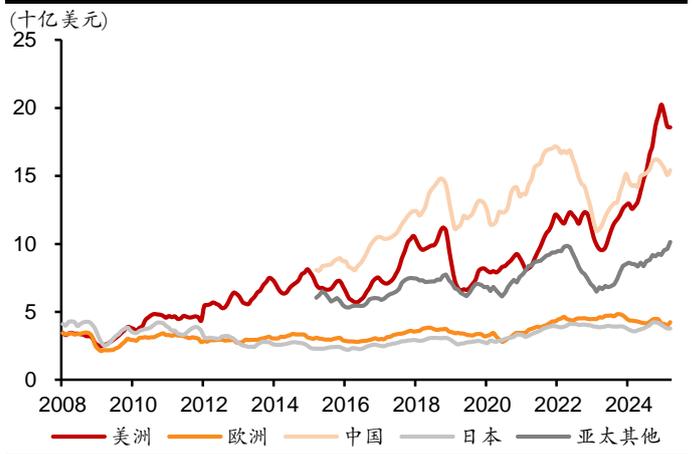
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 51: 主要经济体家具零售额增速



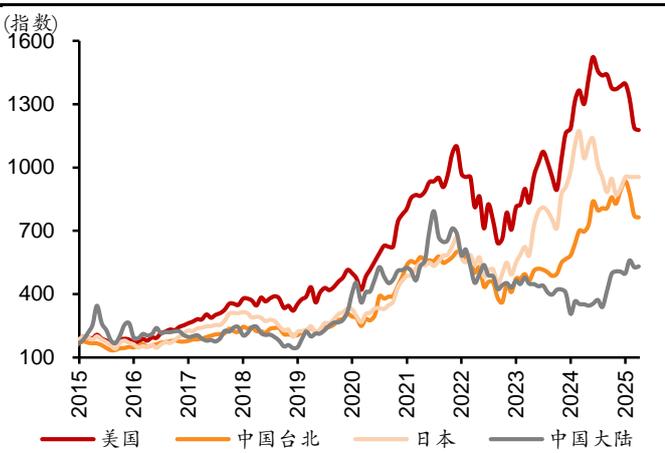
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 52: 主要地区半导体销售额



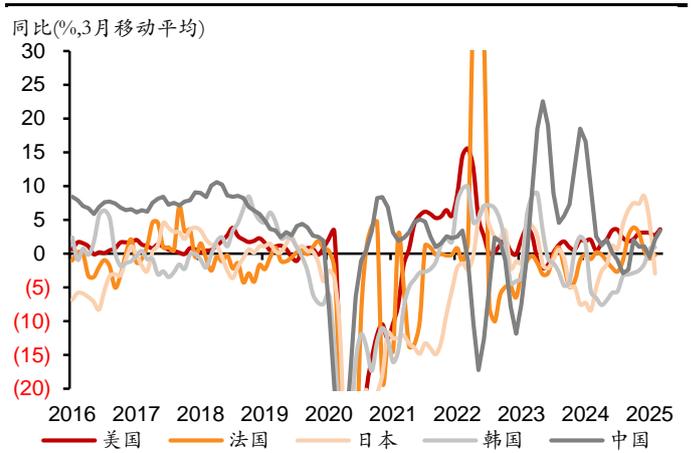
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 53: 半导体板块股价



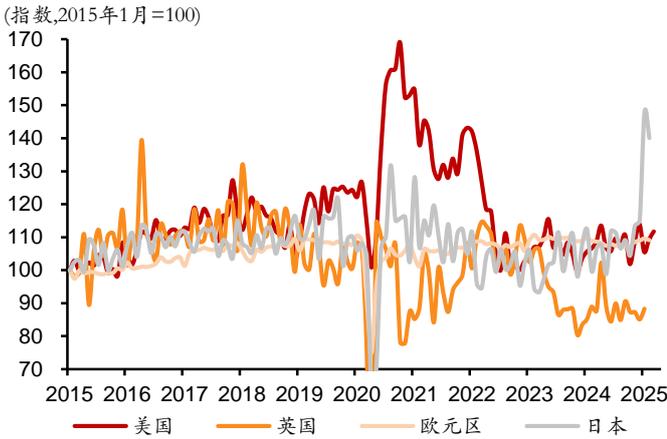
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 54: 主要经济体服装零售额增速



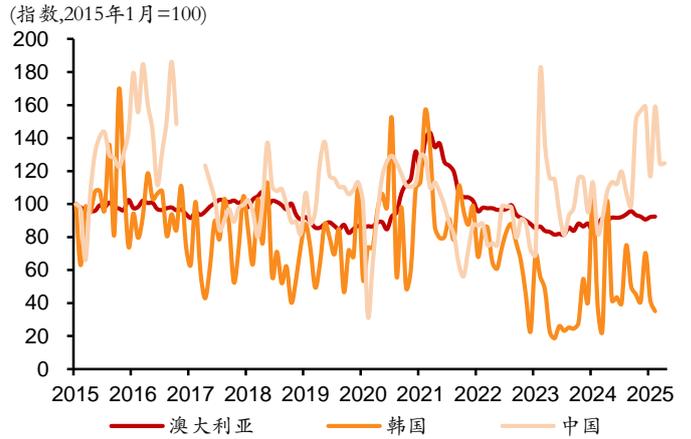
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 55: 主要发达经济体住房销量



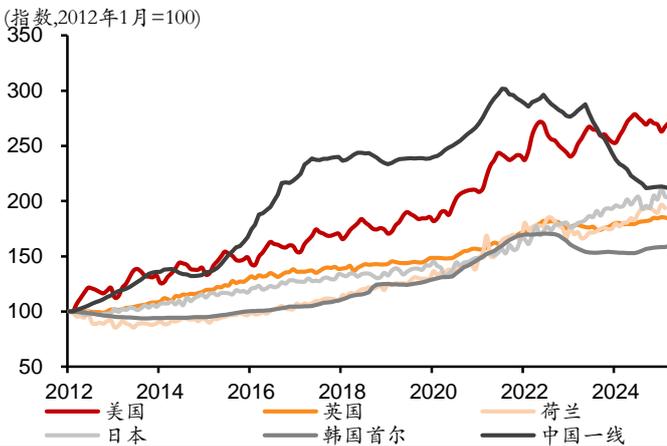
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 56: 亚洲主要经济体住房销量



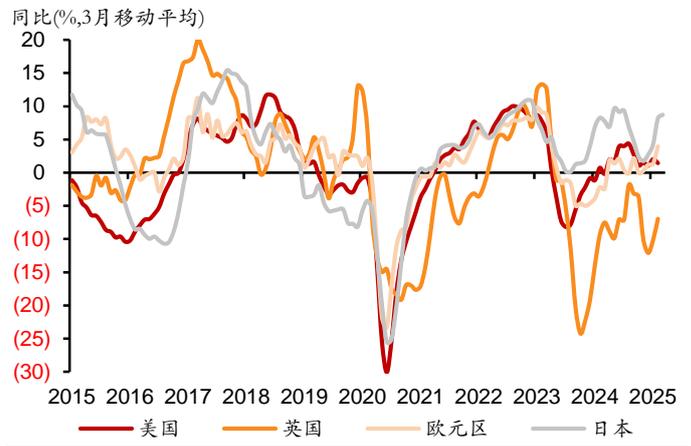
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 57: 主要经济体房价指数



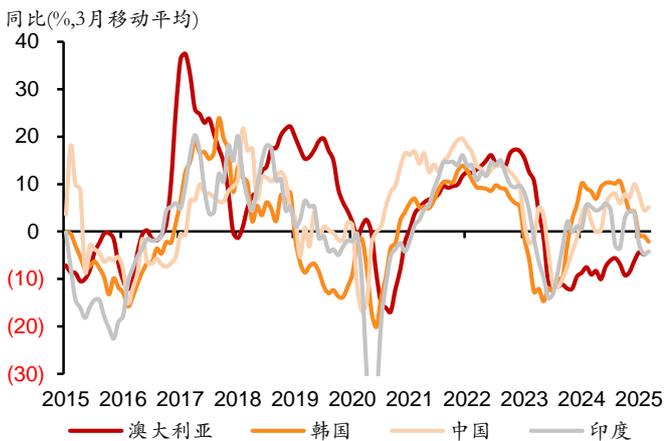
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 58: 主要发达经济体商品出口额增速



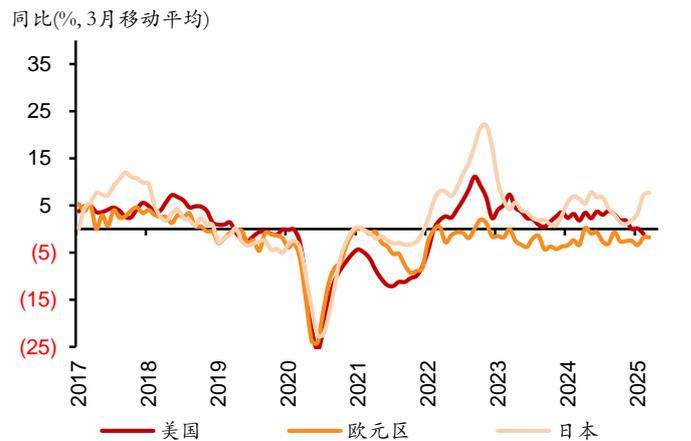
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 59: 亚洲主要经济体商品出口额增速



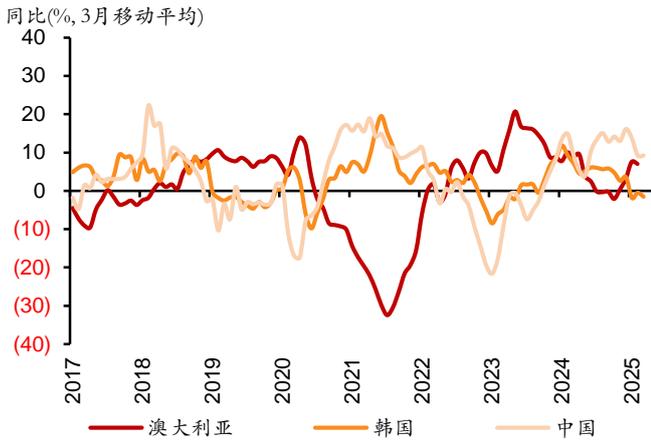
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 60: 主要发达经济体商品出口数量增速



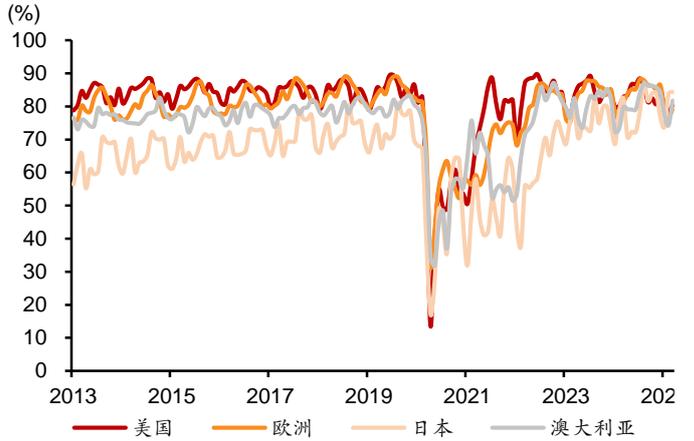
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 61: 亚洲主要经济体商品出口数量增速



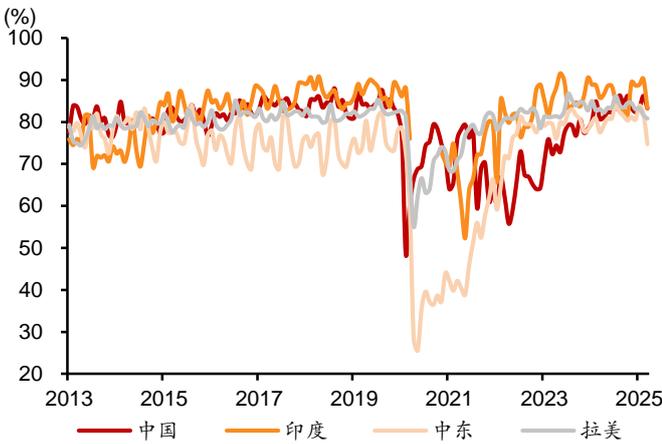
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 62: 主要发达经济体航空客座率



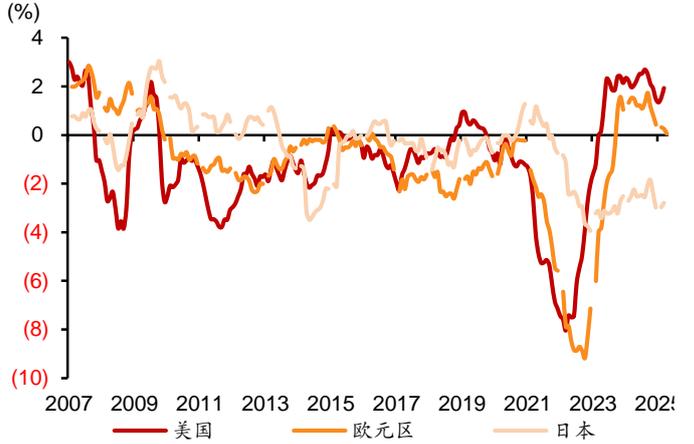
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 63: 主要发展中经济体航空客座率



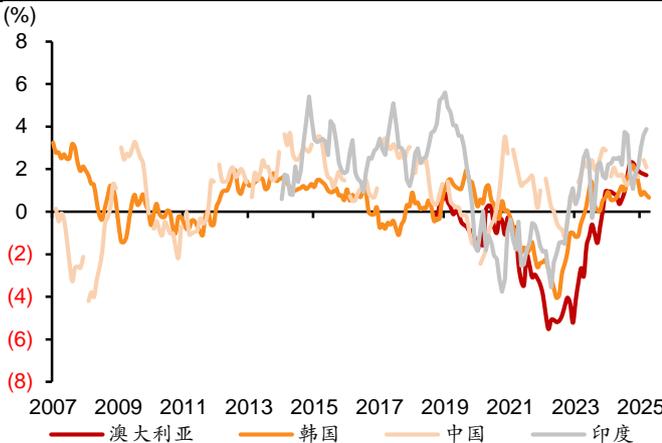
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 64: 主要发达经济体实际利率(3 月期利率-CPI 增速)



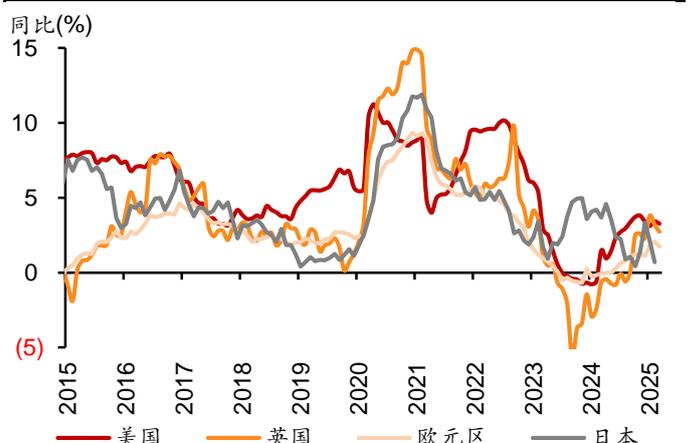
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 65: 亚洲主要经济体实际利率(3 月期利率-CPI 增速)



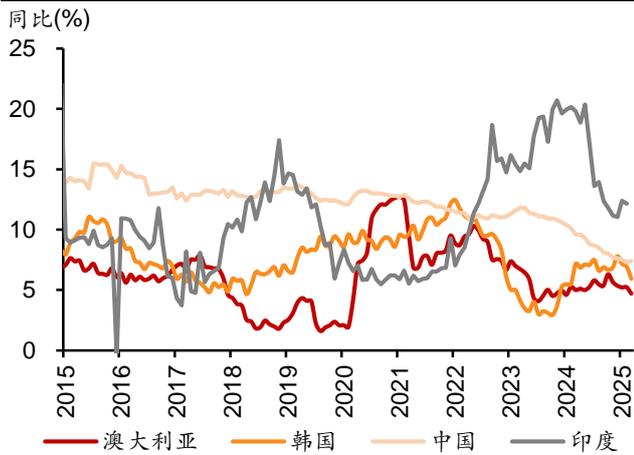
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 66: 主要发达经济体信贷增速



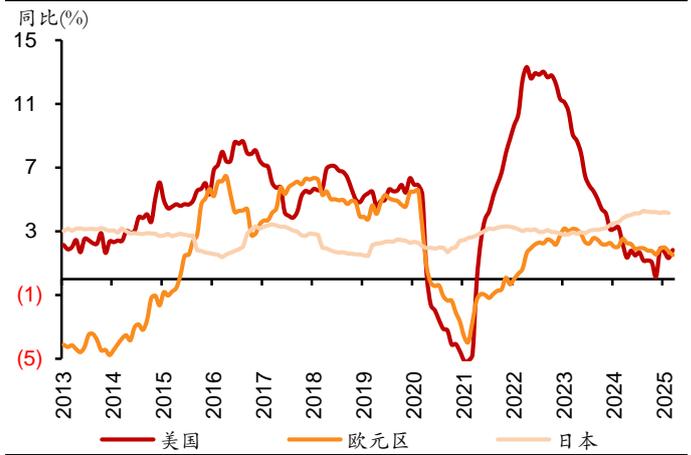
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 67: 亚洲主要经济体信贷增速



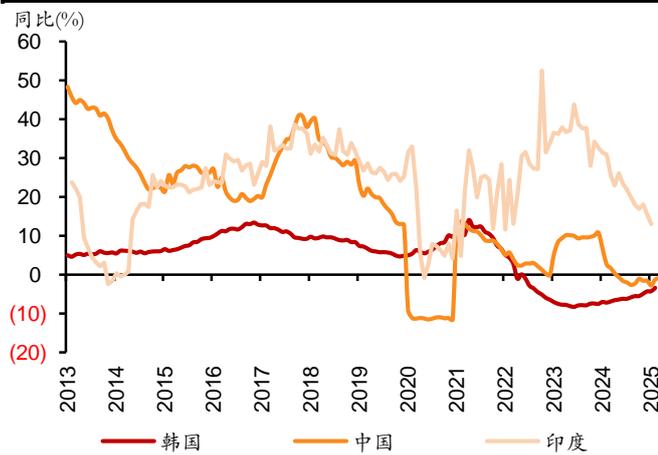
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 68: 主要发达经济体消费信贷增速



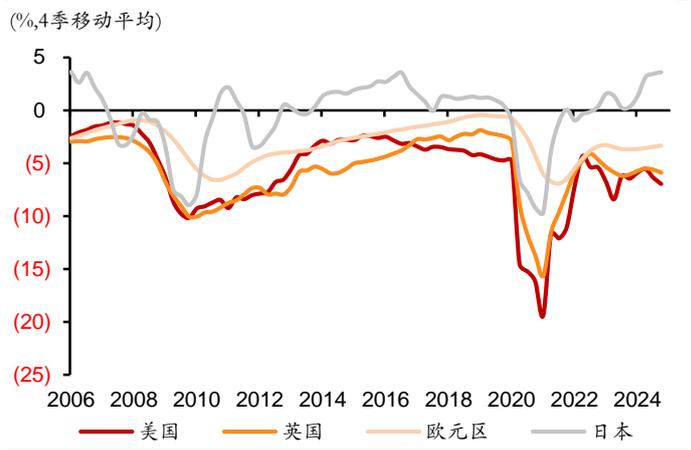
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 69: 亚洲主要经济体消费信贷增速



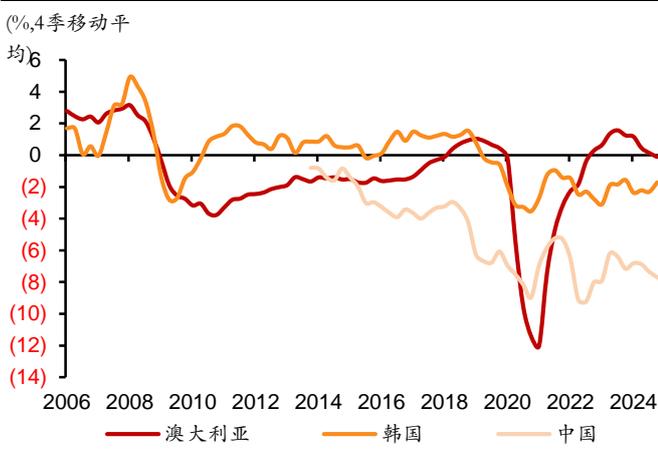
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 70: 主要发达经济体财政赤字率



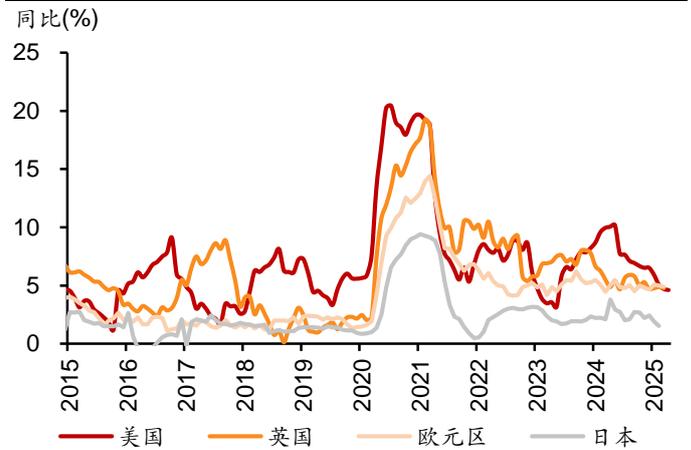
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 71: 亚洲主要经济体财政赤字率



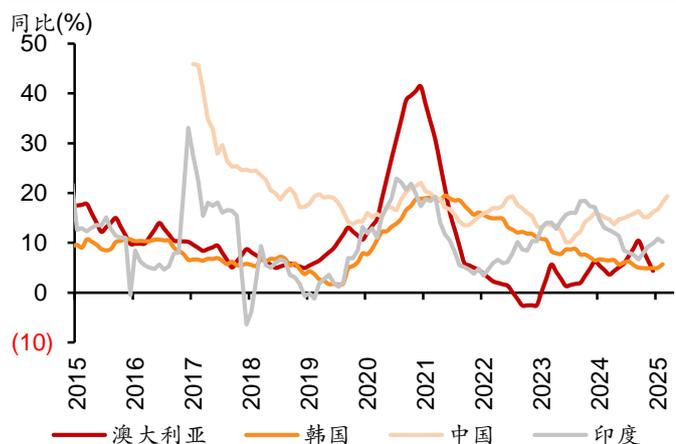
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 72: 主要发达经济体政府债务存量增速



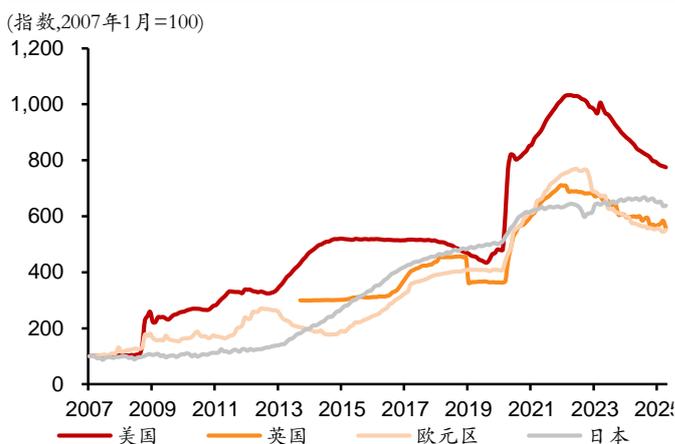
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 73: 亚洲主要经济体政府债务存量增速



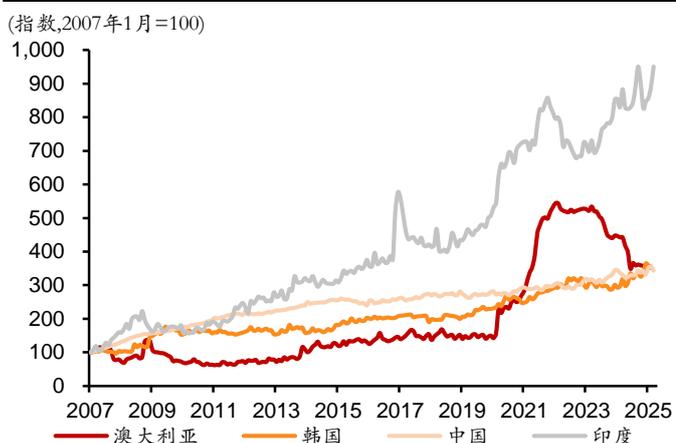
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 74: 主要发达经济体央行资产负债表规模



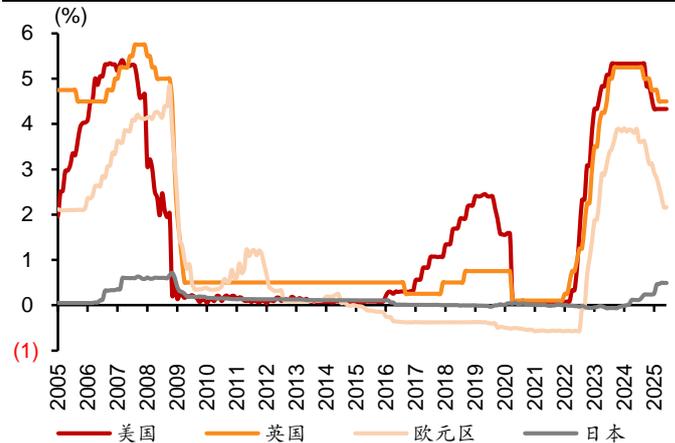
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 75: 亚洲主要经济体央行资产负债表



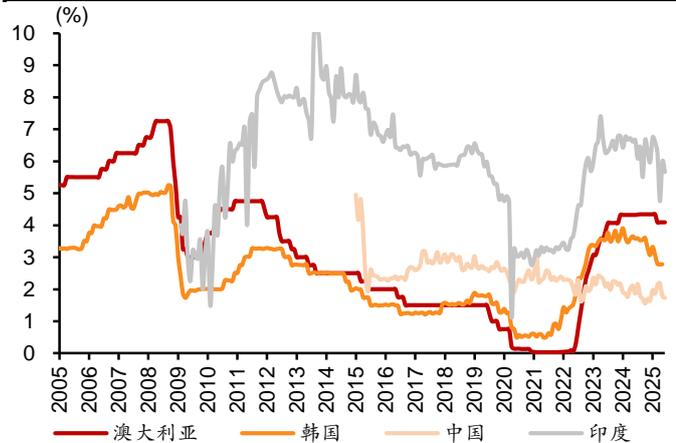
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 76: 主要发达经济体政策利率(货币市场短期利率)



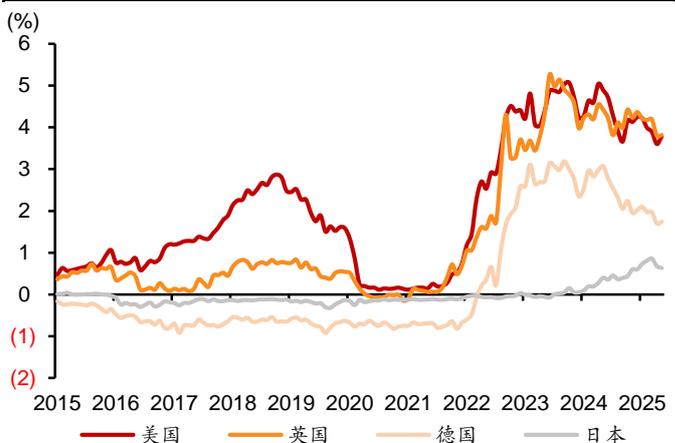
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 77: 亚洲主要经济体政策利率(货币市场短期利率)



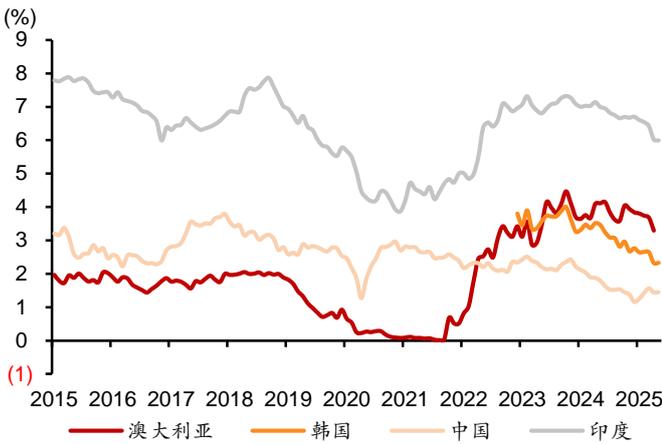
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 78: 主要发达经济体 2 年国债收益率



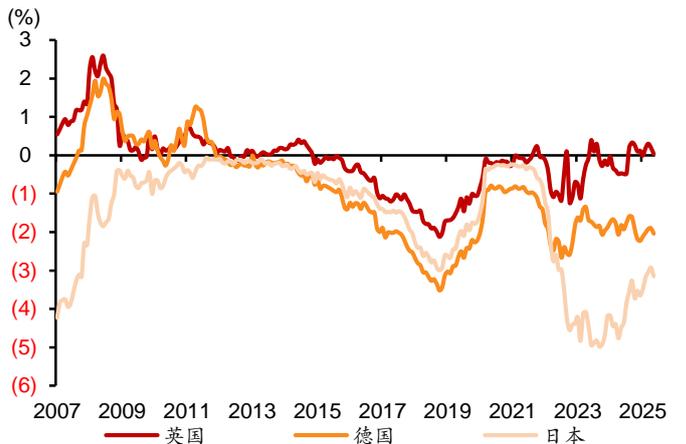
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 79: 亚洲主要经济体 2 年国债收益率



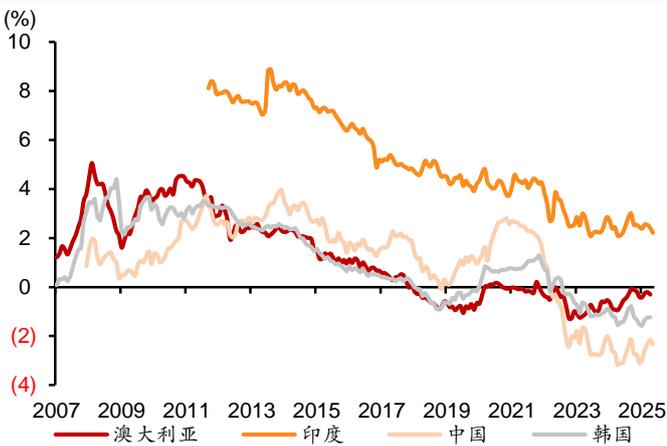
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 80: 英德日与美国 2 年国债利差



资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 81: 亚洲主要经济体与美国 2 年期国债利差



资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 82: 美元兑主要货币汇率指数



资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 83: 美元兑亚洲货币汇率指数



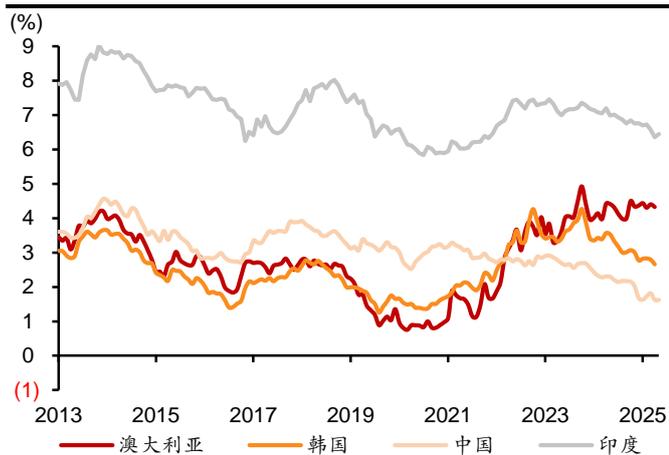
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 84: 主要发达经济体 10 年国债收益率



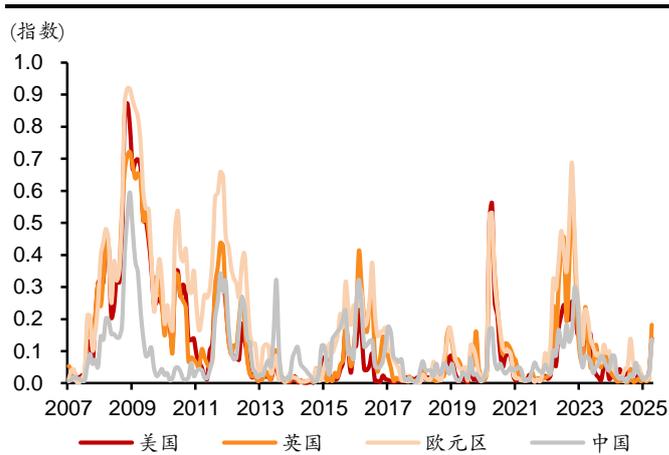
资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 85: 亚洲主要经济体 10 年国债收益率



资料来源: Wind, Bloomberg, 招银国际环球市场

图 86: 主要经济体金融压力指数



资料来源: Wind, Bloomberg, 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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策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。