



宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？

- 经过第一轮电视辩论和遇袭事件之后，特朗普在大选中胜出的可能性大幅上升。拜登虽然面对一定的信任危机，但是民主党内尚无候选人有足够支持率与其在党内竞争。我们相信美国大选前中美之间小摩擦或继续增多。不管谁当选下一任总统，美国将中国视为最主要竞争对手这一点并不会发生改变，但特朗普当选或增加短期波动。
- 大选结果将如何影响中国经济和中美关系？我们认为拜登和特朗普在对华贸易政策上差异最大，科技和地缘政治上的抗衡现状或持续，尽管两人操作方式不一。1) 在贸易方面，若拜登连任，中美贸易关系或维持稳定；若特朗普当选并提高所有中国出口商品关税到 60%，则中国贸易和 GDP 受到的影响较 2018-2019 年关税战或加倍。不过尚不明确该关税威胁是否会变成现实。2) 在科技领域，拜登政府进一步强化了自特朗普时期发起的技术制裁。双方均提过将技术创新（尤其是人工智能）视为保持领先于中国的途径。我们认为不管谁当选美国总统均不会逆转中美间科技脱钩的趋势；3) 在外交关系上，很难判断中美外交关系在谁的任期内会维持得更好。特朗普的潜在当选或是双刃剑——一方面中美外交关系的不确定性或上升，高层对话可能减少，另一方面他特立独行的作风或有助于中国提升在亚太地区的影响力；4) 在金融脱钩方面，在美上市中资企业审计风波已告一段落。在当前阶段，我们认为金融脱钩的风险和危害或低于潜在贸易战和科技脱钩，不过还需警惕美国对中国金融业突发制裁行动的风险。
- 中国政府将如何应对潜在的中美关系变局？1) 在贸易领域，如果特朗普当选且确实将中国所有进口商品关税加征至 60%，那么我们认为中方有可能同等加征美国进口商品的关税。中国政府亦会允许美元兑人民币汇率适当贬值（至 7.5-8 区间，但会设置明确底线防单边贬值预期形成）、改善供需不平衡情况和开拓新贸易伙伴以应对这一挑战；2) 在科技领域，关键还是提升自主创新能力；3) 应对更为广泛的潜在中美关系脱钩，还需增强国家安全和经济金融独立性的考量。
- 美国大选事件和结果如何影响中国金融市场？随着潜在的中美摩擦的增多，我们认为美国大选或对中国资本市场产生一定影响，但本国经济基本面和政策走向亦是牵动市场信心的重要因素。特朗普若当选，或在短期内给中国金融市场带来更多波动，尤其在关税战可能再度爆发的情况下，不过对资本市场信心的打击或小于上次当选。
- 风险提示：拜登在 8 月民主党全国代表大会上未获得最终提名、特朗普的对华政策较其第一任期显著改变。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024 年 7 月 16 日



扫码关注浦银国际研究

目录

首轮电视辩论和遇袭事件后，特朗普支持率领先于拜登	3
美国大选将如何影响中美关系？	5
大选结果具体将如何影响中国经济？	7
(一) 贸易和关税政策	7
(二) 技术脱钩和科技制裁	10
(三) 外交关系	13
(四) 金融脱钩	14
中国政府如何应对潜在的中美关系变局？	15
美国大选将如何影响中国金融市场？	19

图表

图表 1: 2024 美国大选重要日程表	4
图表 2: 各大媒体民调基本均显示特朗普的支持率高于拜登	4
图表 3: RealClearPolitics 民调特朗普优势扩大	4
图表 4: PredictIt 预测总统人选概率特朗普最高	4
图表 5: 特朗普在各摇摆州支持率均保持领先	4
图表 6: 美国公民对中国的不喜指数逐渐增加	6
图表 7: 特朗普退出和拜登重新加入的国际组织	6
图表 8: 2024 年中美关系重要事件一览	6
图表 9: 中美贸易战关税税率变化图	8
图表 10: 高额关税此前对中国出口到美国商品的影响似乎有限	8
图表 11: 贸易战后中国出口至墨西哥大增，市场判断相当部分是中转出口	8
图表 12: 特朗普的新对华贸易主张——“亲美贸易，结束对中国的依赖”	9
图表 13: 美国对从中国进口商品加征关税的影响研究	9
图表 14: 美国对华科技制裁事件一览	11
图表 15: 在对美出口有所下降的背景下，中国积极发展东盟、印度等新贸易伙伴	15
图表 16: 高技术产业的研发投入和专利申请数均在科技脱钩发生之后大增	15
图表 17: 中国政府对科技制裁的应对措施	16
图表 18: 国内涉及的集成电路设计企业数量在 2023 年达到 3451 家，10 年间翻了 5 倍	17
图表 19: 中国芯片的自给率从 2010 年的 10.2% 上升至 2022 年的 18.3%	17
图表 20: 能源和粮食自给率历史趋势	18
图表 21: 人民币在国际支付中的份额已从 2014 年初的 1.4% 增加到 2024 年 5 月的 4.5%	18
图表 22: 大选年下半年沪深 300 指数变化	19
图表 23: 大选年下半年美元兑人民币汇率变化	19
图表 24: 贸易战爆发曾导致中国资本市场震荡	20
图表 25: 近期相关报告列表	21

宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？

首轮电视辩论和遇袭事件后，特朗普支持率领先于拜登

从目前的情况来看，大概率下一任美国总统仍将在拜登和特朗普之间产生。在3月12日，现任美国总统拜登和前总统特朗普都已经获得了各自党内提名所需的代表票数，分别赢得民主党和共和党党内初选。在7月15日的共和党全国代表大会上，共和党正式提名特朗普为党内总统候选人，特朗普宣布其副总统候选人为詹姆斯·戴维·万斯。如无意外，拜登将在8月的民主党全国代表大会上正式获得候选人提名，与特朗普角逐2024年总统大选。

经历过总统选举首场电视辩论和遇刺事件之后，特朗普在大选中胜出的可能性大幅上升。此前，拜登和特朗普的民调支持率相差不大，势均力敌。在6月27日由CNN主办的首场竞选辩论后，拜登的表现加剧了选民和媒体对于他年龄和健康状况的担忧，而特朗普则在今年的辩论中表现得较为克制。截至7月14日，各大媒体民调基本均显示特朗普的支持率高于拜登（图表2）。根据RCP民调数据（图表3），特朗普在全国民调中平均领先拜登2.7个百分点，在首场辩论后优势逐步扩大。而PredictIt数据更是预测（图表4）拜登连任的概率由辩论前的48%一路跌至20%，创下2023年以来新低，如今缓慢回升至27%。相反地，特朗普赢得大选的概率从电视辩论前6月25日的58%上升到7月12日的60%，再在7月13日遭到枪击事件后进一步上升至66%。在关键的摇摆州民意情况调查中（图表5），特朗普在各摇摆州支持率均保持领先，平均高于拜登3.4个百分点。

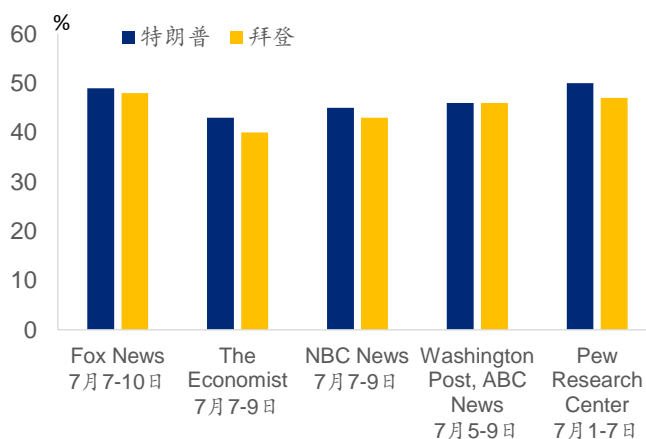
拜登在首轮辩论中的表现欠佳，引发民主党内更改候选人的争议，但尚无候选人有足够支持率与其竞争。在辩论结束后，哥伦比亚广播公司（CBS）和民调机构YouGov的调查显示，72%的选民认为拜登不应该竞选总统，主要原因来自于他的年龄、任职期间决策、政绩和竞选能力。同时，拜登的辩论表现也引发了民主党内的质疑。46%的民主党选民认为拜登应该退选，一些民主党官员也公开表达担忧。美国现任副总统哈里斯的民调支持率自7月以来有显著提升，但仍和拜登支持率差距明显（图表4）。此外，包括[哈里斯](#)本人在内的多位民主党高层发声为拜登辩护，力挺拜登竞选连任。拜登也表示仍将继续参加竞选。民主党内候选人的最终结果将在8月19-22日的民主党全国代表大会中揭晓。从目前的情况来看，拜登仍是民主党内希望最大的下任总统候选人。

图表 1: 2024 美国大选重要日程表

日期	事件
2024 年 8 月 19-22 日	民主党全国代表大会将在伊利诺伊州芝加哥举行，敲定民主党内总统候选人选。
2024 年 9 月 10 日	拜登和特朗普计划举行由美国广播公司 ABC 主办的第二场竞选辩论。
2024 年 11 月 5 日	美国总统选举日。
2025 年 1 月 20 日	当选总统和副总统宣誓就职。

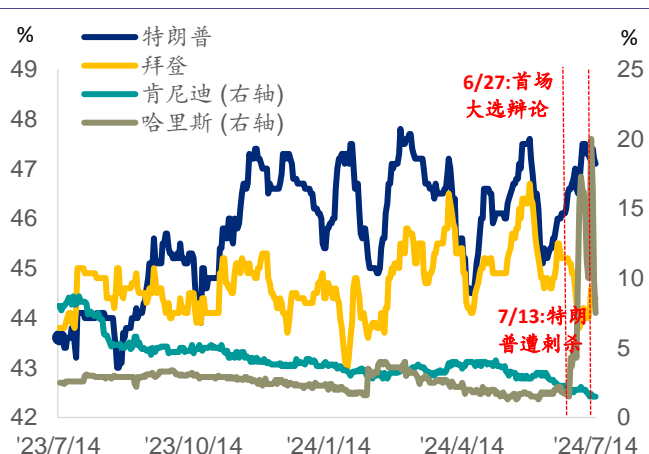
资料来源: 新闻报道、浦银国际

图表 2: 各大媒体民调基本均显示特朗普的支持率高于拜登



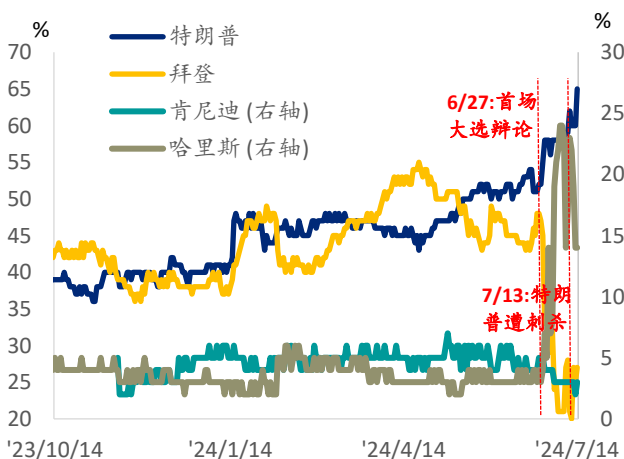
资料来源: FiveThirtyEight, 浦银国际

图表 3: RealClearPolitics 民调特朗普优势扩大



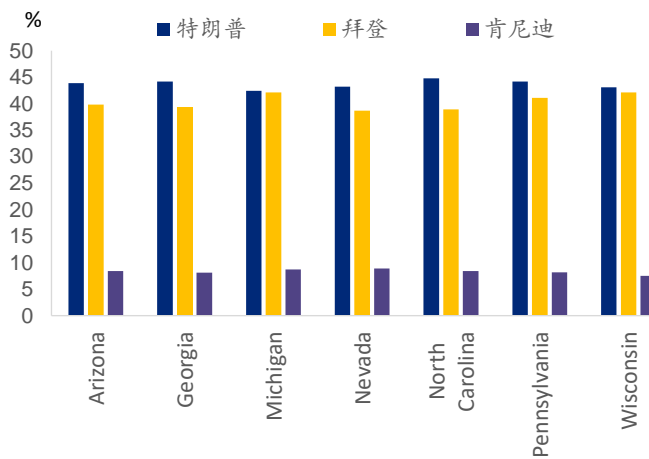
资料来源: RealClearPolitics, Bloomberg, 浦银国际

图表 4: PredictIt 预测总统人选概率特朗普最高



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 5: 特朗普在各摇摆州支持率均保持领先



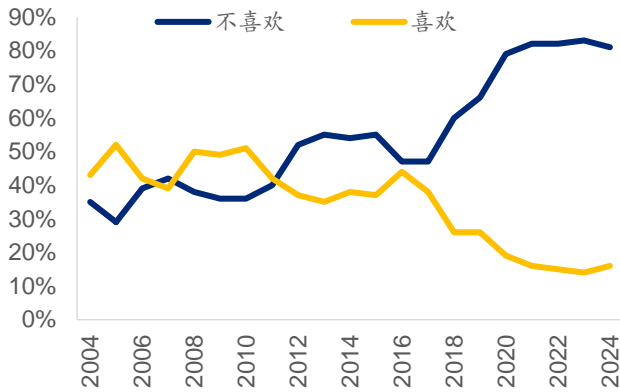
资料来源: FiveThirtyEight, 浦银国际

美国大选将如何影响中美关系？

美国大选前中美关系或小摩擦继续增多。自我们去年 12 月初发布 [2024 年展望报告](#) 以来，中美双方保持在政治、军事、气候、金融和经济等领域的对话。美国国务卿和财政部长相继访华。然而，正如我们此前所预测的那样，在美国大选之年，中美之间的小冲突也在增多，尤其在贸易领域。美国对中国物流和造船等行业发起了 301 调查，威胁提高铁铝关税，并提高了电动汽车、锂电池、芯片等产品关税。作为反制，中国方面亦宣布发起了化学进口商品的反倾销调查。这种针对几个特定行业而加征关税的行为或对中国整体出口影响不大（参见：[2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境](#)）。此外，美国亦迫使 TikTok 在一年内剥离出字节跳动，且通过了涉及对台军援法案（图表 8）。随着美国公民对中国的不喜指数从 2005 年的 29% 跃升到 2023 年的 83%（图表 6），两党候选人均可能将针对中国作为提高民意的工具，我们预计两国间小冲突会随着大选的临近继续增多。

不管谁当选下一任总统，美国将中国视为最主要竞争对手这一点并不会发生改变，但特朗普当选或增加短期波动。在 2021 年 1 月拜登当选美国总统之初，市场曾对中美两国的关系缓和有诸多憧憬。然而，拜登政府基本上延续了特朗普在任期间的对华政策，不论是关税、科技脱钩还是金融脱钩。尤其科技脱钩在步步趋严的芯片出口限制下甚至愈演愈烈。我们相信有选择性的对抗和合作将在中美关系中延续。唯一改变的，或许是对抗的方式和方法。作为传统政治家出身的总统，拜登更倾向于用一种有计划性、相对预见性较高的、合纵连横的方式来处理中美关系。在拜登在任期间，美国和传统英联邦盟友以及欧盟关系明显相对于特朗普时期缓和（图表 7）。作为杰出企业家出身的前总统，特朗普更重视美国的经济利益，以及用单边谈判的方式实现美国经济利益的最大化。整体而论，若特朗普当选且再发起新一轮关税战，短期内对中国经济和金融的冲击或更为明显。然而长远来看，到底是拜登式系统性遏制中国崛起的方式、还是特朗普式商业谈判型方式对中国经济影响更大，这或没有定论。

图表 6: 美国公民对中国的喜不喜欢指数逐渐增加



资料来源: Pew Research Center, 浦银国际

图表 7: 特朗普退出和拜登重新加入的国际组织

	特朗普退出	拜登加入
跨太平洋伙伴关系协定 (TPP)	2017 年 1 月	/
巴黎协定	2017 年 6 月	2021 年 1 月
联合国教科文组织 (UNESCO)	2017 年 10 月	2023 年 6 月
伊朗核协议 (JCPOA)	2018 年 5 月	承诺重新加入
联合国人权理事会 (UNHRC)	2018 年 6 月	2021 年 2 月
世界卫生组织 (WTO)	2020 年 5 月	2021 年 1 月

资料来源: 新闻报道, 浦银国际

图表 8: 2024 年中美关系重要事件一览

日期	事件	具体内容
2024 年 6 月 21 日	限制美国对中国敏感技术领域投资的法规草案出台	禁止或审查美国对中国半导体和微电子、量子信息技术和人工智能领域的投资, 以“防止中国利用美国对外投资开发对下一代军事、情报、监视或网络能力至关重要的敏感技术或产品, 从而对美国构成国家安全风险”。
2024 年 5 月 31 日	中美国防部长在新加坡举行会谈	中美双方都强调了保持军事沟通畅通的重要性, 并在台湾和南海问题上发表了各方立场。
2024 年 5 月 30 日	中国限制航空航天技术出口	中国海关总署宣布从 7 月 1 日起对四类军事相关设备和技术实施新的出口限制, 以“履行防扩散等国际义务”。
2024 年 5 月 19 日	中国发起化学进口商品的反倾销调查	针对国家和地区包括美国、欧洲、日本和中国台湾。早前在 4 月, 中国通过了新的关税法, 首次将对进口商品征收反倾销和其他反制关税措施编入法典。
2024 年 5 月 14 日	美国提高部分中国进口商品关税	涉及商品包括电动汽车、锂电池和太阳能以及半导体等商品的关税。其中对电动汽车, 锂电池和太阳能出口的关税将从今年 8 月 1 日开始提高, 对半导体出口的关税从明年 1 月 1 日开始生效。
2024 年 4 月 24-26 日	国务卿布林肯访华	双方在重大议题上似乎并没有取得任何突破性进展, 不过谈判气氛相对温和。
2024 年 4 月 24 日	美国限制 TikTok	跟随参议院的批准, 拜登签署法案迫使 TikTok 一年内从字节跳动中剥离。
2024 年 4 月 23 日	美国参议院通过法案军援中国台湾	通过了 950 亿美元外援方案, 向乌克兰、以色列和中国台湾提供军援。
2024 年 4 月 19 日	中国征收反倾销税	中国商务部对进口美国丙酸征收 43.5% 的反倾销税。
2024 年 4 月 17 日	美国对中国造船和物流等行业发起 301 调查	美国贸易代表 (USTR) 针对中国在海运、物流和造船行业寻求支配地位的行为、政策和做法启动调查。拜登更呼吁将中国铁铝进口关税提高三倍。
2024 年 4 月 6 日	财政部长耶伦访华	宣布两项新的合作案, 中美采取新举措应对宏观经济失衡和国际犯罪。她警告称美国不会接受因中国政府补贴和产能过剩而摧毁美国新兴产业的低成本中国进口产品。
2024 年 3 月 2 日	制裁中国实体	美国商务部将 28 家中国公司列入实体名单, 声称因支持中国军事现代化和支持伊朗。
2024 年 1 月 19 日	第三次财经工作会	双方回顾了“气候压力测试技术交流以及全球系统重要性银行各自的解决方案规划框架”, 同时还讨论了“金融稳定和资本市场问题、国际金融机构、可持续金融、跨境金融”等领域支付和数据、反洗钱和打击资助恐怖主义。

资料来源: 新闻报道, 浦银国际

大选结果具体将如何影响中国经济？

就两人执政时期的对华政策，以及最新的一些竞选演说来看，大选结果对中国经济的影响仍集中在贸易政策、科技制裁、外交政策、金融脱钩等几个方面。

（一）贸易和关税政策

特朗普曾在 2018 年发起了对中国的全面贸易战，其对金融市场的影响似乎大于经济本身。在协商未果的情况下，特朗普在 2018 年 6 月 15 日正式发动了针对中国的关税战——包括首轮针对 500 亿美元商品的 25% 加征关税以及次轮针对 2000 亿美元商品的 25% 关税。对剩余中国出口到美国的商品亦加征 25% 关税的威胁随着 2020 年年初一阶段贸易协定的签订而逐渐化解。为示诚意，双方也减少了部分商品的加征关税（图表 9）。最终为期两年的一阶段贸易协定以中方仅购买了承诺购买的美国出口产品的 57%，拜登成为新一任总统而不了了之。

值得注意的是，尽管中国出口承受了高额的加征关税，然而从双边贸易表现来看，中国商品出口到美国的增速仅在 2019 年有过大幅下滑（-12.5%），此后三年均为正。此外，贸易顺差也在 2019 年短暂回落后在 2020-2022 年屡创历史新高（图表 10）。排除在疫情期间中国供应链的高稳定性帮助维持中国出口韧性之外，我们认为加征关税对美国而言其实并未起到改善两国高额贸易顺差的作用。

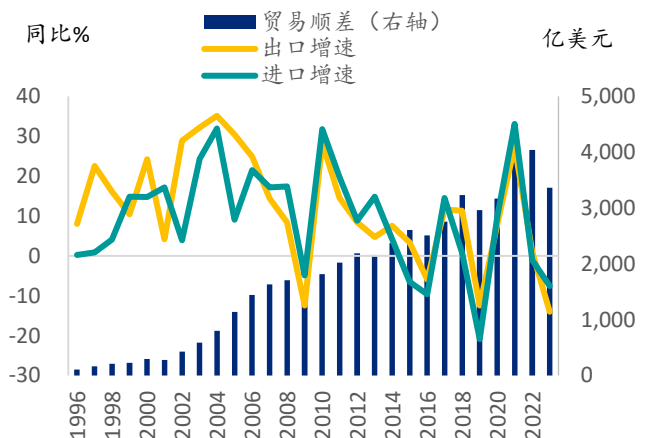
特朗普时期抬高的针对中国进口商品的关税在拜登时期大致延续。即便美国在后疫情时代面临了极大的通胀压力、耶伦在 2022 年 4 月曾提及取消对中国商品加征的关税或有助于抑制通胀，拜登政府最终也没有采取规模化地减少或取消加征关税的措施，仅针对美国自身需要对少数进口商品豁免了加征关税。可以说在拜登时期，中美的贸易关系是较为稳定的。不过在今年 5 月，拜登宣布大幅提高对中国的电动汽车、锂电池和太阳能以及半导体等商品的关税。我们认为此举主要是针对中国的供需不平衡问题，对局部产业采取行动。在拜登“完成工作(Finish the Job)”的核心竞选主张下，我们预计当前美国的关税政策或将继续维持——包括延续特朗普时期加征的关税以及对一些战略性行业加征关税。此外，拜登政府或与墨西哥合作防止其他国家通过出口绕道墨西哥方式来规避关税（图表 11）。总体而言，如果拜登成功连任，中美贸易领域关系或仍维持稳定。拜登政府或对中国其他一些行业采取加征关税等行动，然而大面积或全面加征关税的可能性较低。

图表 9：中美贸易战关税税率变化图



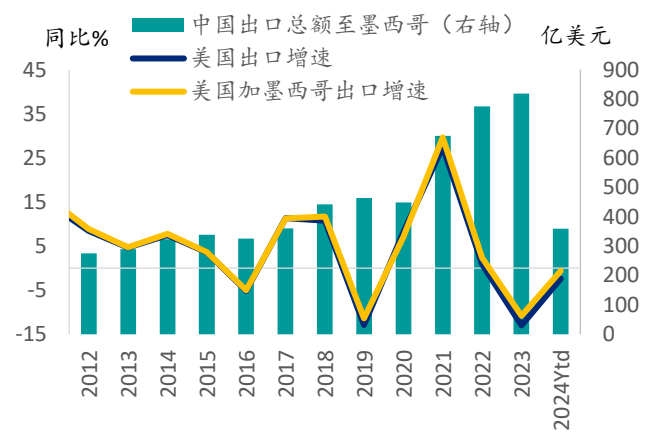
资料来源：PIIE, USTR, 中国商务部, 浦银国际

图表 10：高额关税此前对中国出口到美国商品的影响似乎有限



资料来源：CEIC, 浦银国际

图表 11：贸易战后中国出口至墨西哥大增，市场判断相当部分是中转出口



资料来源：CEIC, 浦银国际

特朗普若当选，中美贸易关系或迎来更多波折，但60%的关税威胁并不一定会变成现实。在特朗普此次的竞选主张中（图表 12），我们对全面取消中国的最惠国待遇的提议反映平淡——自首次担任美国总统起，特朗普已经屡次提及该提议，但进展有限。而在对关税管制衍生到中转后进口（例如透过墨西哥）的主张上，特朗普和拜登也相差无几。

最关键的还是特朗普对所有中国出口到美国商品征收 60%甚至以上关税的威胁。贸易战之后，中国出口到美国商品的平均关税已经从 3.8%提高到了 19.3%。虽然我们的理论框架似乎高估了 2018-2019 年加征关税对中美贸易顺差以及经济的影响，但是如果关税进一步从 19.3%上升到 60%，对中国贸易和 GDP 的影响至少是加倍的——我们的理论框架分析显示此前加税影响中国 GDP 1 个百分点，若关税进一步加到 60%，则对 GDP 影响达 2.3 个百分点（图表 13）。尽管如此，我们对 60%的关税威胁是否会变为现实仍持谨慎态度。就此前贸易战的经历来看，特朗普作为一名商人，似乎更重视通过贸易协商使美国的经济利益最大化。然而，由于美国民间对中国的不喜态度持续升温，以及特朗普提议的“逐步停止中国进口所有必需品”的四年计划，我们也不能排除他的政策动机较上届任期有所改变的可能性。

图表 12：特朗普的新对华贸易主张——“亲美贸易，结束对中国的依赖”

推出特朗普互惠贸易法案以“阻止美国就业机会流向海外”

如果一国对美国制造的商品征收的关税高于美国征收的关税，则赋予美国总统对该国商品征收互惠关税的权力。

推出一项“逐步停止从中国进口所有必需品”的四年计划

包括“从电子产品到钢铁到药品的所有产品”：对中国持有的美国各种资产实施严格的新限制；阻止美国公司在中国投资，并抑制中国收购美国资产；禁止任何将业务外包给中国的公司签订联邦合同。

全面取消中国的最惠国待遇（即在美国所谓的永久正常贸易关系）

对中国进口商品征收 60% 或更高的一揽子关税；并将管制衍生到中转后进口。

对大多数进口外国商品实行普遍基准关税

将对所有从其他国家进口到美国的商品征收至少 10% 的关税。

资料来源：彭博和纽约时报报道，浦银国际

图表 13：美国对从中国进口商品加征关税的影响研究

	来源	公式	贸易战前平均关税 从3.8%提高到19.3%	特朗普威胁进一步 将关税增加至60%
美国对中国进口商品关税增幅	政策	a	15.5%	40.7%
关税到价格的传导	Feenstra(1989)	b	0.6	0.6
美国进口商品的价格增幅	计算得出	c=a*b	9%	24%
美国从中国进口商品总额（亿美元）	中国统计局2020, 2023	d	4518	5003
美国进口价格弹性	Kee et al(2008)	e	-3.39	-3.39
美国从中国进口商品预计减少（亿美元）	计算得出	f=c*d*e	-1424	-4142
中美贸易顺差（亿美元）	中国海关2020, 2023	g	3169	3361
中国总出口（亿美元）	中国海关2020, 2023	h	25900	33790
中国GDP（亿美元）	中国统计局2020, 2023	i	148626	176620
对中美贸易顺差的影响	计算得出	k=f/g	-44.9%	-123.2%
对中国出口的影响	计算得出	l=f/h	-5.5%	-12.3%
对中国GDP的影响	计算得出	m=f/i	-1.0%	-2.3%

资料来源：同花顺，CEIC，浦银国际估算

（二）技术脱钩和科技制裁

除了贸易战之外，特朗普在任期内还开启了中美之间的技术脱钩。自 2018 年 4 月起，华为和中兴作为两大中资企业，遭受了美国政府的各种芯片购买限制和在美销售限制等制裁。由于芯片上的限制，[IDC 数据](#)显示华为手机更是从被制裁前全球销售前三滑落，至 2023 年跌至第十。同年(2018)，特朗普政府发起了极具争议的“中国倡议(China Initiative)”，调查与中国有关的科研人员和学者，以防止产业间谍活动。在种族歧视和偏见的批评声下，该倡议在 2022 年拜登任内废除。在 2018 年 8 月，特朗普签署了“2018 年外国投资风险审查现代化法案(FIMMRA)”。该法案强化了美国外商投资委员会(CFIUS)在维护国家安全利益方面的作用，并帮助驳回了多项中国企业在美的投资计划。此外，在特朗普任期的最后，美国商务部还将中芯国际及其附属公司列入贸易黑名单，以阻止中芯国际获取生产 10 纳米或以下先进半导体技术。自此开启了更为全面抑制中国芯片产业发展的新局面。

相较在贸易领域仅基本维持了特朗普时期关税政策的做法，在科技领域，拜登政府则是更进一步强化了对中国的限制。在拜登执政时期，美国对中国企业的芯片限制从单家企业扩展到了所有厂商，并将限制范围从单纯地限制高端芯片出口扩展到限制中国获得芯片制造设备和电子设计自动化(EDA)软件、并限制荷兰 ASML 向中国出售可生产先进至 5 纳米芯片的光刻机，以及禁止中国购买全球任何地方使用美国设备生产的某些半导体芯片。在 2024 年 AI 技术得到飞速发展之际，拜登政府亦迅速跟进，全面限制英伟达、AMD 等公司向中国销售更多更先进 AI 芯片和半导体设备(图表 14)。拜登政府亦延用了特朗普时期的“实体清单”，在其任期内向清单里添加了超过 300 家中国实体。另外，在美国的施压之下，荷兰和日本在 2023 年 1 月亦宣布各自针对出口中国芯片的禁令。

而在此次竞选过程中，特朗普和拜登都将技术创新(包括美国高科技制造业的复兴)视为保持领先于中国的途径——特别是在人工智能领域。两人都认为人工智能技术对美国在 21 世纪的全球领导地位至关重要。拜登曾表示，“我们正在与中国竞争，以赢得 21 世纪，而人工智能可能是我们这个时代最重要的技术”。今年 5 月中美高级特使在日内瓦举行了首次人工智能会议，就如何在管理风险方面进行合作交换意见。而特朗普亦在 5 月表示在人工智能发展方面，“我们必须走在前列。这一定会实现。如果要实现，我们必须领先于中国。”

整体而言，我们认为不论谁当选美国总统，都不会逆转中美间科技脱钩的趋势。中国自主创新在光伏、新能源汽车等领域取得的长足进步让美国更为忌惮中国的科技创新。自 2018 年以来，美国政府已经形成了完整的遏制中国技术崛起的制裁体系，在各个领域对中国科技进行围堵。这一点，并不会因为谁成为下一任总统而发生变化。即便特朗普本人更为重视经济利益，他的团队以及参众两院也不会放弃对中国的技术遏制策略。只不过在具体操作上，拜登可能更倾向于循序渐进的高层对话，而特朗普更倾向于和习主席直接对话。

图表 14：美国对华科技制裁事件一览

日期	事件内容
芯片	
2018 年 10 月 30 日	在美国司法部起诉福建晋华集成电路窃取商业机密之后，特朗普政府切断美国供应商对这家中国芯片制造商的供应。
2020 年 9 月 26 日	特朗普政府对中国最先进的计算机芯片制造商中芯国际实施新的出口限制。美国商务部告诉芯片行业的美国公司，他们必须首先获得向中芯国际及其子公司出售技术的许可证。
2020 年 12 月 18 日	美国商务部将中芯国际及其附属公司列入贸易黑名单，并表示将推定拒绝发放许可证，以阻止中芯国际获取生产 10 纳米或以下先进技术水平的半导体技术。
2022 年 7 月 6 日	美国与荷兰进行谈判，禁止荷兰芯片设备供应商 ASML 向中国出售较旧的深紫外(DUV)光刻机，该设备可用于制造最先进至 5 纳米的芯片。
2022 年 7 月 30 日	美国进一步限制中国获得芯片制造设备，限制范围从之前生产 10 纳米芯片的设备扩大到生产 14 纳米芯片的设备。
2022 年 8 月 9 日	拜登政府颁布了《CHIPS 法案》，严禁美国芯片厂商向中国出售高端芯片技术，禁止获得补贴的美国及其盟友伙伴的企业 10 年内在中国和其他关切的国家新建或扩大先进制程芯片厂。
2022 年 8 月 12 日	美国禁止公司向中国大陆提供 3 纳米或更先进芯片的电子设计自动化 (EDA) 软件。
2022 年 8 月 31 日	美国对向中国出口高性能 GPU 芯片发布了新的禁令，原因是担心中国军方使用这些芯片。
2022 年 10 月 7 日	美国商务部发布一系列半导体出口管制措施，包括具有 16nm 或 14nm 及以下非平面晶体管架构的逻辑芯片，18nm 半节距或更小的 DRAM 内存芯片，128 层或以上的 NAND 闪存芯片，和相关的制造设备；要求美国公民未经许可不得为中国相关半导体企业工作；禁止中国购买全球任何地方使用美国设备生产的某些半导体芯片。
2022 年 12 月 15 日	拜登政府将中国内存芯片制造商长江存储和 21 家人工智能芯片领域的主要中国企业列入贸易黑名单，扩大对中国芯片行业的打击范围。
2023 年 8 月 28 日	美国要求芯片制造商英伟达和 AMD 停止向中国出口先进 AI 芯片，包括 A100 和 H100 芯片；同时要求他们进一步限制向中东国家出口人工智能芯片，以防止中东国家将这些芯片转售给中国。
2023 年 10 月 17 日	美国商务部更新 2022 年 10 月 7 日发布的出口管制规则：扩大对中国出口管制的芯片范围，包括部分较低性能的 AI 芯片；对于性能在 4 TOPS 到 300 TOPS 之间的芯片，制造商向中国出口需要通知美国商务部；扩大对半导体制造设备的出口管制范围。
2024 年 3 月 29 日	美国商务部发布“实施额外出口管制”的新规措施，全面限制英伟达、AMD 等公司向中国销售更多更先进 AI 芯片和半导体设备，出口管制也适用于内载相关晶片的笔记型电脑。
华为和中兴通讯	
2018 年 4 月 16 日	美国商务部对中兴通讯实施禁令，禁止美国公司向中兴出口芯片及其他技术组件。
2018 年 8 月 13 日	特朗普签署法案，禁止联邦政府从华为和中兴通讯购买设备。
2019 年 1 月 28 日	美国司法部起诉华为窃取美国技术、洗钱和帮助伊朗逃避与大规模杀伤性武器扩散有关的制裁。
2019 年 5 月 16 日	美国商务部宣布将华为列入“实体名单”，禁止美国公司向华为出售高科技零部件和软件。
2019 年 10 月 28 日	美国联邦通信委员会表示，将切断使用华为和中兴设备的无线运营商的资金支持。
2020 年 2 月 13 日	美国司法部再次起诉华为及其子公司犯有敲诈勒索罪和窃取商业机密罪。
2020 年 6 月 30 日	美国联邦通信委员会正式将华为和中兴通讯列为“对国家安全构成威胁”的企业。

2020年8月17日	美国商务部发布了对华为的修订版禁令，进一步限制华为使用美国技术和软件生产的产品，并在实体列表中增加38个华为子公司。
2021年1月18日	特朗普政府对包括英特尔在内的华为美国供应商实施了限制。
2021年6月3日	拜登禁止美国投资包括华为在内的59家中国公司，据称与国防或监视技术领域有关。
2021年8月25日	美国授权供应商向华为出售芯片，用于汽车零部件业务。
2022年11月25日	美国联邦通信委员会禁止美国销售华为和中兴通讯生产的通信设备。
TikTok	
2020年8月14日	特朗普签署行政命令，给予字节跳动90天时间出售或分拆其美国TikTok业务，表示字节跳动“可能采取威胁美国国家安全的行动”。
2021年6月9日	拜登撤销特朗普政府对TikTok的禁令，并由商务部长调查该应用是否对美国国家安全构成威胁。
2022年12月29日	国会通过法案，禁止在所有联邦政府设备上使用TikTok。
2023年5月17日	蒙大拿州成为美国第一个禁止TikTok的州，从2024年1月1日起禁止TikTok在该州运营。
2024年3月13日	美国众议院通过法案，迫使字节跳动撤资TikTok，否则将被禁止在美国运营。
2024年4月24日	跟随参议院的批准，拜登签署法案迫使TikTok一年内从字节跳动中剥离。
其他	
2018年8月13日	特朗普签署了国防授权法案（NDAA），其中包括“2018年外国投资风险审查现代化法案（FIRRMA）”，这标志着美国外商投资委员会（CFIUS）管辖法律十几年来最重大的变化。FIRRMA强化了CFIUS在维护国家安全利益（尤其涉及关键战略竞争技术）方面的作用。该法案驳回了多项中国企业在美的投资计划。
2018年11月	特朗普政府发起“中国倡议（China Initiative）”，调查与中国有关的科研人员和学者，以防止产业间谍活动。
2018年11月19日	美国公布新兴技术拟议出口管制清单，覆盖生物技术、人工智能、微处理器技术、先进计算技术和先进监控技术等。
2021年6月8日	美国参议院通过美国创新和竞争法案，皆在对抗中国的科技野心，该法案承诺为科学研究提供约2500亿美元的资金，为芯片制造商和机器人制造商提供补贴。
2022年8月9日	拜登签署“CHIPS（创造半导体生产激励机制）和科学法案”，该法案授权提供约2800亿美元的新资金以促进美国国内半导体的研究和制造。
2022年9月	接受美国联邦资助的科技公司十年内不得在中国建设先进技术工厂。
2023年8月9日	拜登总统发布行政命令，建立新的对外投资计划（OIP），禁止美国在多个技术领域对中国进行对外投资，包括半导体和微电子、量子信息技术和AI系统。

资料来源：新闻报道，浦银国际

(三) 外交关系

在中美几大关键地缘政治分歧（中国台湾、南海和新疆问题等）上，拜登和特朗普政府的态度区别不大。重点落在维护美国在这些地区的利益，以及遏制中国国际政治地位上，不过所使用的方式方法有所差别：

在台湾问题上，拜登政府底线较为明确，行动可预见性更强。一方面，拜登在 2021 年明显指出“美国仍致力于‘一个中国’政策，不过该政策需要在《台湾关系法》、三个联合公报和六项保证的指导下执行”。另一方面，拜登在防卫台湾问题上的立场持续坚定，在今年 6 月采访中重申美国不排除动用武力保卫台湾。

特朗普态度多变，但似乎更多的是将台湾问题作为和中国进行利益谈判的筹码。特朗普 2016 年当选总统后与台湾地区领导人蔡英文通话，打破了美国几十年来的外交惯例。在 4 年的任期内，特朗普共进行过 11 次对台军售，是台美断交至今宣布对台湾军售最多的美国总统，其中还包括向台湾出售最新型 F-16 战斗机。但是在此次竞选过程中，特朗普对军援台湾问题上一直采取模棱两可的态度。他表示，自己不会像拜登那样做出承诺，并称只有愚蠢的人才会那么做，并明确表示了对台湾抢夺美国半导体产业的不满。

两者在南海问题上的操作差异则更为体现两位总统的政治特色。在特朗普任期内，美国国务卿蓬佩奥曾在 2019 年 3 月明确承诺，如果南海发生“任何武装袭击”，美国将保卫菲律宾。特朗普政府亦在 2020 年 7 月拒绝了中国在南海的几乎所有海事主权主张。而拜登则更倾向于拉拢盟友和伙伴国制衡中国，将南海议题拉入美日印澳“四方安全对话”(Quad, 2021 年 3 月) 和 G7 会议 (2021 年 5 月) 中。此外，拜登似乎更倾向于和中国维持一种稳定的外交关系，在其任内中美高层对话有所增加。而特朗普的外交政策则更为特立独行和单打独斗，且较为反复。

总结来说，很难说外交关系会在哪位候选人的任内维持的更好。由于拜登善用多边关系来处理国际关系，在其任内美国的国际地位明显上升。而特朗普曾经严厉谴责北约并威胁将从北约撤出，且反对对外援助计划 (Foreign aid package)。如果特朗普当选下一任总统，那么一方面中美外交关系的不确定性上升，高层对话可能减少；另一方面他特立独行的作风或有助于中国提升在亚太地区的影响力。

(四) 金融脱钩

两国金融脱钩的两大表现分别为美国政府设置中国企业投资黑名单以及在美中资企业的退市风波。在投资方面，特朗普在 2020 年 11 月 12 日签署行政命令，禁止美国投资者投资被认为“与中国军方有关联”的中国公司。最初名单包括中国移动、中国电信、中芯国际等 31 家公司。然而在 2021 年 1 月特朗普卸任前再增加小米公司、中海油等 9 家公司。在 2021 年 6 月，拜登政府修订并扩大了特朗普时期的投资禁令，将名单扩大到 59 家中国公司。同年 12 月，美国财政部再将 9 家中国科技公司列入投资黑名单。至今为止，“中国军工复合体名单”（NS-CMIC）分三批列入了 68 家中国企业。而在 2023 年 8 月，拜登又发布新的行政令，限制美国对中国的新增投资，特别是针对半导体和微电子、量子技术、人工智能领域的投资。

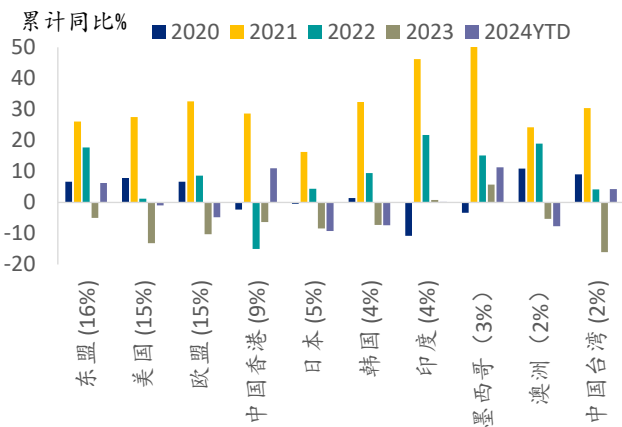
在退市方面，美国于 2020 年 12 月 18 日通过了《外国公司问责法案》（HFCAA），要求美国上市企业三年内必须向美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）提供审计底稿，否则该公司将被禁止在美国证券交易所交易。然而中国法律以中国国家安全为由禁止公司向 PCAOB 披露潜在的“敏感信息”。在经历了层层协商之后，中美双方于 2022 年 8 月达成审计监管合作协议，允许 PCAOB 检查在美上市的中国公司审计底稿，缓解了中国公司在美退市的风险。我们认为在美上市中资企业的审计风波已告一段落。

总体而言，金融脱钩政策在两任总统任内也具有相当延续性，或受选举结果影响有限。在当前阶段，我们认为金融脱钩的风险和危害或低于潜在贸易战和科技脱钩。不过值得注意的是，在 2024 年 4 月，曾有[传闻](#)美国起草制裁措施对付中国的银行援助俄罗斯对乌战争。虽然最后传闻不了了之，但是我们认为仍需警惕此类制裁风险。

中国政府如何应对潜在的中美关系变局？

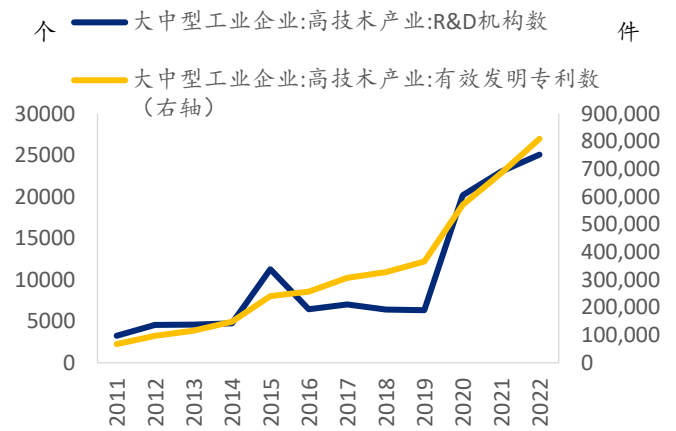
在贸易领域，如果特朗普当选且确实将中国所有进口商品关税加至 60%，那么我们认为中方有可能同等地加征美国进口商品的关税。然而针对在华美国企业的做法或得不偿失，可能不会被启用。关键仍在如何消化加征关税对中国出口企业的影响。我们预计中方会：1) 适当允许人民币兑美元贬值以释放关税压力；2) 对自身产业链做出调整，改善目前供需不平衡的情况；3) 继续积极开拓新的贸易伙伴，一个显著的变化就是前几年中国对东盟出口大幅改善（图表 15），今后这方面的努力或继续。

图表 15：在对美出口有所下降的背景下，中国积极发展东盟、印度等新贸易伙伴



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 16：高技术产业的研发投入和专利申请数均在科技脱钩发生之后大增



资料来源：同花顺，浦银国际

在科技领域，关键还是提升自主创新能力。自 2018 年以来的美国层层递进的技术限制凸显了自主创新的重要性，中国政府在科技领域、尤其在芯片领域明显加大了研发投入，增强了人才培养以及为科创企业创造更好的营商环境（图表 17）。以大中型工业高技术企业为例，自科技脱钩发生起，不管是代表研发投资的 R&D 机构数还是代表产出的有效发明专利数均跃升到更高水平（图表 16）。

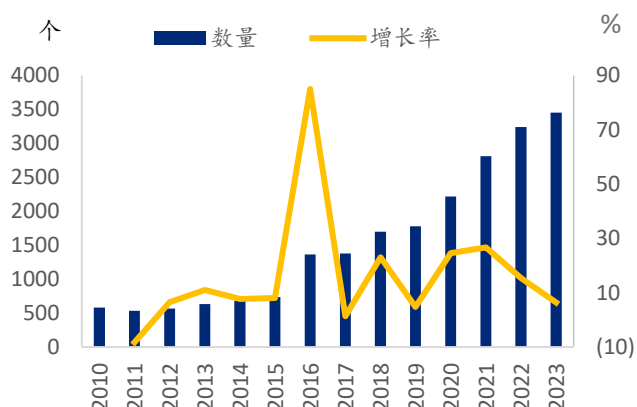
图表 17：中国政府对科技制裁的应对措施

措施	日期	具体内容
《中国制造 2025》规划	2015 年 5 月	旨在推动中国从制造大国向制造强国转变的战略目标，着力发展芯片(集成电路)设计业，加速发展芯片制造业。目标到 2025 年，核心零部件和关键基础材料的自制率达到 70%。2030 年，芯片产业链主要环节达到国际先进水平。
国家集成电路产业投资基金（大基金）	2014 年 9 月/ 2019 年 10 月/ 2024 年 5 月	一期基金规模为 1387 亿元人民币（约 200 亿美元），重点投资于集成电路设计、制造、封测、设备和材料等领域，支持了一批国内龙头企业的发展；二期基金规模为 2041 亿元人民币（约 290 亿美元），重点投资于半导体材料、设备、设计和制造等环节，进一步增强半导体全产业链的自主能力；三期股份有限公司于今年 5 月 24 日成立，注册资本 3,440 亿元，或为中国半导体产业带来 1.5 万亿元甚至更大规模的新增投资。
集成电路设计和软件产业企业所得税政策	2019 年 5 月	在 2018 年 12 月 31 日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税。
《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》	2020 年 7 月	提出支持集成电路和软件产业发展的多项措施，包括财税政策、投融资政策、研究开发政策、进出口政策、人才政策等多方面支持措施。推动关键技术和核心部件的国产化，构建多元化的供应链体系。
《“十四五”规划和 2035 年远景目标的建议》	2020 年 11 月	“构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。
科技自立自强战略	2020 年 11 月	对创新发展进行四方面系统部署：强化国家战略科技力量，提升企业技术创新能力，激发人才创新活力和完善科技创新体制机制。
芯片自给自足率目标	2020 年 11 月	中国政府提出了到 2025 年芯片自给自足率达到 70% 的目标。
《“十四五”数字经济发展规划》	2021 年 12 月	瞄准传感器、量子信息、网络通信、集成电路等战略性前瞻性领域，提高数字技术基础研发能力。完善 5G、集成电路、新能源汽车、人工智能等重点产业供应链体系。
《关于深入推进世界一流大学和一流学科建设的若干意见》	2022 年 1 月	面向集成电路、人工智能、储能技术、数字经济等关键领域加强交叉学科人才培养。强化科教融合，完善人才培养引进与团队、平台、项目耦合机制，把科研优势转化为育人优势。
集成电路企业增值税加计抵减政策	2023 年 5 月	2023 年至 2027 年，允许集成电路设计、生产、封测、装备、材料企业，按照当期可抵扣进项税额加计 15% 抵减应纳税额。
限制半导体原材料出口	2023 年 7 月	宣布从 8 月 1 日起对镓和锗两种金属的相关物项实施出口管制。
限制先进技术出口	2023 年 12 月	包括激光雷达、无人机和生物技术产品，军民两用技术也受到出口管制。

资料来源：新闻报道，浦银国际

国家集成电路产业投资基金（大基金）的设立为中国芯片产业的发展起到了至关重要的作用。大基金成立至今已近十年，前两期投资方向主要为集成电路芯片设计、封装测试、设备和材料及核心设备和关键零部件等。其中，大基金一期兼顾设计、制造和封测，大基金二期更加注重制造自立。在大基金的支持下，中国培育起中芯国际、紫光集团、华润微电子等一批优质芯片企业。据[报道](#)，在 2024 年 5 月 24 日，国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司于 5 月 24 日成立。注册资本为 3,440 亿元，超过一二期注册资本的总和，并有望为中国半导体产业撬动 1.5 万亿元甚至更大规模的新增投资。此外，6 月 7 日国家金融监管总局宣布六大行投资大基金三期获批，六行拟出资金额高达 1140 亿元。在举国体制的不懈努力下，中国的芯片自给率已从 2010 年的 10.2% 上升到 2022 年的 18.3%（图表 19）。然而在先进节点上，中国和国际先进水平仍有相当差距，还需为提升 14 纳米以下芯片的自主制造能力做出不断努力。

图表 18：国内涉及的集成电路设计企业数量在 2023 年达到 3451 家，10 年间翻了 5 倍



资料来源：中国半导体行业协会，浦银国际

图表 19：中国芯片的自给率从 2010 年的 10.2% 上升至 2022 年的 18.3%



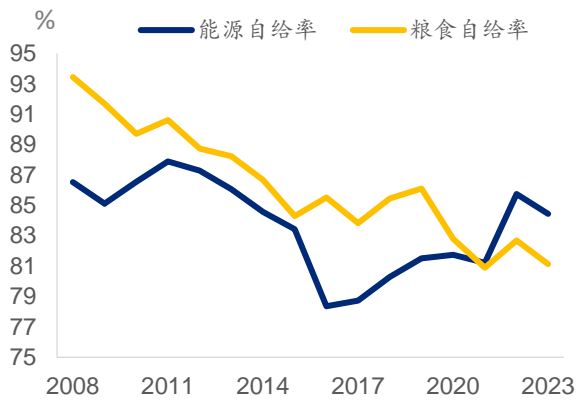
资料来源：Insights，浦银国际

应对更为广泛的潜在中美关系脱钩，还需增强国家安全和经济金融独立性的考量。除了科技创新之外，中国近几年对能源和粮食安全方面的重视与日俱增。在粮食方面，伴随着粮食自给率逐年递减（图表 20），政府在十九大之后明显增强了粮食安全的重视。国务院在 2019 年 10 月发布了《中国的粮食安全》白皮书，宣示政府立场和政策主张，塑造积极维护世界粮食安全的国际形象。在俄乌冲突爆发、产量大户乌克兰的粮食出口受到极大影响之后，政府对粮食安全的重视程度进一步提升，并在 2023 年 12 月通过了《中华人民共和国粮食安全保障法》，旨在确保国家粮食安全。在今年 4 月，国务院印发《新一轮千亿斤粮食产能提升行动方案（2024—2030 年）》，提出到 2030 年实现新增粮食产能千亿斤以上。

在能源方面，以俄乌冲突为分界线，2022 年以前的能源政策更为重视碳达峰和碳中和等环保需求，而在冲突后欧洲的天然气危机导致政府将重心向能源安全方面倾斜。在 2024 年 3 月发布的《2024 年能源工作指导意见》中提出坚持把保障国家能源安全放在首位，积极有力推进能源绿色低碳转型，意味着目前政策已转型为保障能源安全和实现绿色低碳转型并重的局面。在政策方向调整之后，能源自给率从 2022 年起有所上升（图表 20）。

在金融领域，为了降低对美国主导的全球银行金融电信协会（SWIFT）的依赖，中国于 2015 年 10 月正式启动人民币跨境支付系统（CIPS）。经过多年发展，2023 年 CIPS 处理业务数量较 2016 年成立之初增长 939%，处理金额增长 2700%。此外，中国政府亦积极推进人民币国际化，人民币在全球支付中的份额已从 2014 年初的 1.4% 增加到 2024 年 5 月的 4.5%（图表 21）。我们相信在以上这些方面的努力今后仍会持续。

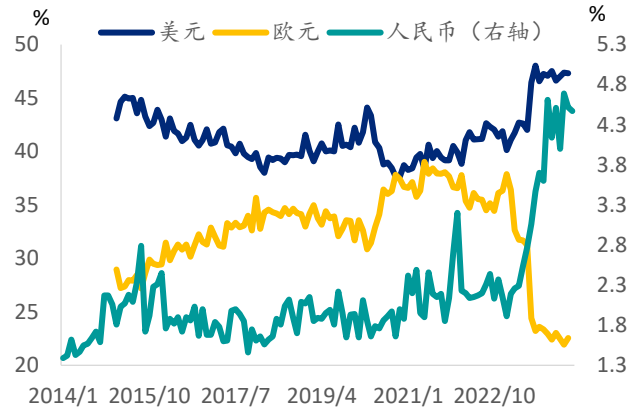
图表 20: 能源和粮食自给率历史趋势



资料来源: 同花顺, 浦银国际计算

注: 根据文献资料, 我们用以下公式计算自足率: 1) 粮食自给率=粮食产量 / (粮食产量+进口量-出口量) *100; 2) 能源自给率= 能源自产总量 / 能源消费总量 * 100

图表 21: 人民币在国际支付中的份额已从 2014 年初的 1.4% 增加到 2024 年 5 月的 4.5%

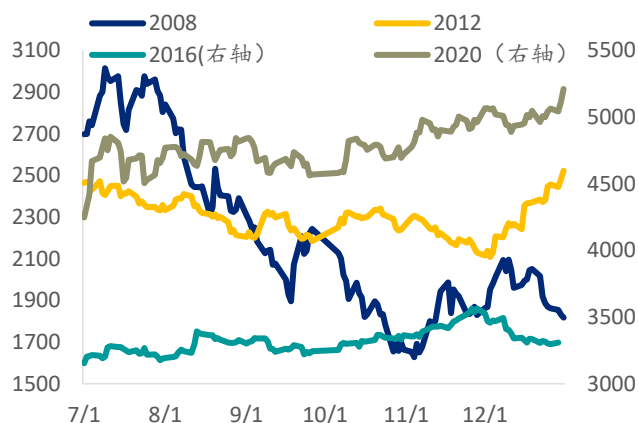


资料来源: 同花顺, 浦银国际

美国大选将如何影响中国金融市场？

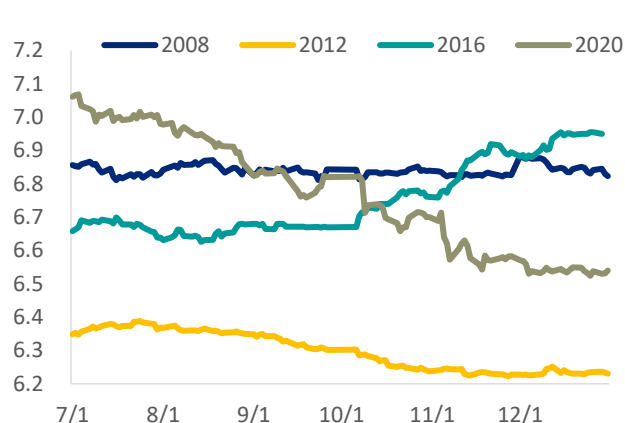
大选年下半年中国金融市场或表现多变。我们整理了近四届大选下半年股市和汇市的表现，发现大选对下半年中国金融市场的表现并没有统一的影响。以股市为例，沪深 300 指数在 2008 年和 2012 年下半年显著下行，然而在大选结果揭晓后开始反弹。而 2016 年由于特朗普的意外当选，趋势则与此前两次大选刚好相反。沪深 300 指数在 2020 年稳步走高，然而我们认为这其中打赢疫情防控战后经济复苏的因素要强于美国大选（图表 22）。在汇市方面，人民币曾在 2012 和 2020 年下半年升值，而在 2008 年和 2016 年下半年有所贬值（图表 23）。2016 年的一路贬值或与总统候选人特朗普严厉的关税政策主张有关。总而言之，随着潜在的中美摩擦的增多，我们认为大选因素或对中国资本市场产生一定影响。然而本国经济基本面和政策走向亦是牵动市场信心的重要因素。

图表 22：大选年下半年沪深 300 指数变化



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 23：大选年下半年美元兑人民币汇率变化



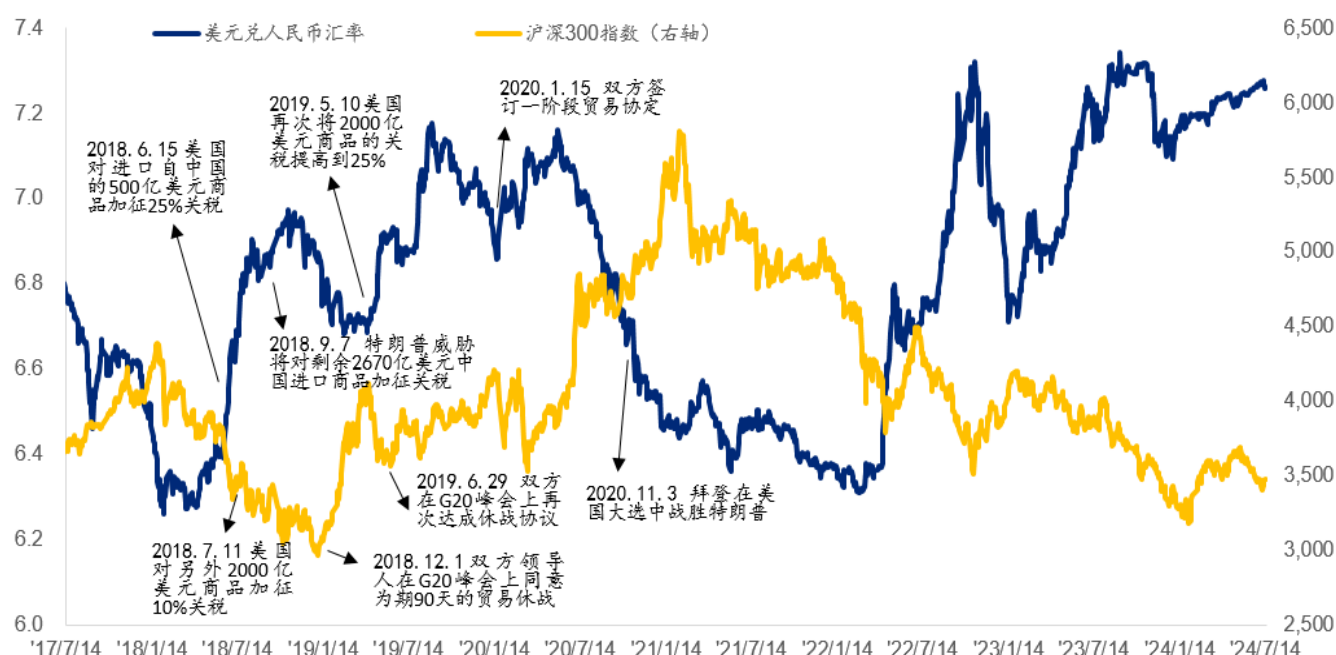
资料来源：同花顺，浦银国际

特朗普若当选或给中国金融市场带来更多政治波动。若拜登继任总统，由于其政策的连续性，我们相信短期对中国资本市场影响较为有限。然而由于特朗普的操作方式区别于一般政治家，其行动的可预见性比较低。他若当选可能会给中美关系和中国金融市场带来更多的政治波动。

尤其是特朗普当选且执意将中国进口商品关税加至 60%，我们认为该政策短期内将对人民币汇率和资本市场信心造成显著影响，但影响或少于他的上一个任期。在贸易战爆发的 2018 年，沪深 300 指数在全年跌幅高达 30%，而后曾短暂因为中美达成 90 天贸易休战协议而回升，不过在 2019 年 5 月美国再次提高 2000 亿美元商品的关税到 25% 后，沪深 300 指数再次下跌（图表 24）。如果贸易战卷土重来，我们预计短期内将不利于投资者对中国资本市场的信心。不过，因为这并不是特朗普首次发起贸易战，所以我们认为其对资本市场信心的打击或小于上次。

在汇率方面,美元兑人民币汇率曾从2018年初高点的6.3一路跌至2019年9月近7.2的低位。除了受贸易战影响市场信心之外,中国人民银行也允许人民币适度贬值(15%贬值)以部分抵消高关税影响。若贸易战再起,我们认为中国人民银行或会再次允许美元兑人民币汇率适当贬值,至7.5-8的区间内,以部分抵消关税影响。然而,鉴于811汇改的经验,政府亦会设置明显底线以防止单边贬值预期的形成导致大幅的资本外流。

图表 24: 贸易战爆发曾导致中国资本市场震荡



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 25：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年6月20日	月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对7月两大会议有何期待？
2024年6月17日	5月实体经济数据喜忧参半，内需尚无显著改善
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17日	新一轮全国性房地产支持政策解读
2024年5月17日	4月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续
2024年4月30日	一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级
2024年4月22日	月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性
2024年3月20日	月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏
2024年3月18日	1-2月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续
2024年3月14日	大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布，影响几何？
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1月24日	央行宣布降准 50 个基点，预示货币政策将继续维持宽松
2024年1月17日	四季度经济增速略弱于预期，但 12 月数据初显政策成效
2024年1月5日	月度宏观洞察：静候佳音
2023年12月15日	11月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱
2023年12月13日	中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激
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
2023年11月15日	10月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑
2023年11月7日	月度宏观洞察：渐入佳境
2023年10月6日	国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏
2023年9月26日	月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减
2023年9月15日	央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？
2023年9月13日	宏观主题研究：城中村改造对经济的影响有多大？
2023年9月1日	月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续
2023年9月1日	央行三箭齐发稳地产，影响几何？
2023年8月9日	7月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力
2023年8月2日	央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？
2023年7月31日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023年7月25日	7月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置
2023年7月20日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023年7月19日	促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持
2023年7月11日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？
2023年7月7日	汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值
2023年6月28日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023年6月5日	2023年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

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

