月度美国宏观洞察：多变的特朗普政策和美联储新主席的提名将给美国经济带来何种变化？

金晓雯，PhD，CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2026 年 2 月 2 日

特朗普政策更新——特朗普政府反复无常的政策制定逐渐成为市场焦点。近期重大事件包括突然逮捕委内瑞拉总统，意图夺取格陵兰岛控制权，关税威胁欧盟、加拿大、伊朗的商业伙伴以及韩国等。我们认为今年 11 月 3 日将举行的中期选举是特朗普年初一系列争议举动的重要原因。在美国国内问题短期内难以得到妥善处理的情况下，特朗普只能在海外问题上制造争端，试图提高支持率。短期内还需特别留意伊朗局势带来的地缘政治风险。在中期选举进行之前，我们认为特朗普仍会继续制造争端。不过考虑到特朗普对金融市场的重视以及“TACO”交易，我们认为需要警惕特朗普政府再出奇招，但也不需要过分担忧。

美联储主席换届影响——还需警惕下任美联储主席在 6 月就任后议息会议的变化，但不需要过度强调主席对降息的影响。我们认为特朗普新提名的下任美联储主席沃什关于降息和美联储结构性改革的主张，或是他被特朗普选择的主要原因。然而，其“降息+缩表”的政策主张也可能会降低降息的政策效果，导致金融条件收紧。虽然美联储主席人选确实会对美联储的决议产生一定影响，但是主席对降息并不具备独裁权。最终决定权在于 12 名联邦公开市场委员会投票委员的民主表决。除了市场最为关注的降息问题，沃什潜在的机构改革和缩表举动亦值得特别留意。

美国近期经济数据回顾——通胀率继续维持温和，失业率终于回落，政府“停摆”后发布的实体经济数据再次反映了美国经济的韧性。美国 2025 年 12 月核心 CPI 通胀率略低于预期。劳动力市场数据继续喜忧参半：12 月非农新增就业人数不及预期，且前值显著下调，失业率在连续上升 5 个月之后终于回落。我们维持一贯的劳动力市场将继续走弱、但不至于急速恶化的预测。在实体经济数据方面，11 月消费仍然强劲，11-12 月工业生产亦维持环比正增速，成屋销售近期亦温和回升。就目前已经发布的数据来看，关税和政府“停摆”对实体经济活动的影响仍不算明显。

政策展望——美联储 1 月议息会议表述相当中性，我们维持今年有两次 25 个基点降息的基本预测。美联储 1 月会议对美国经济形势的判断变得更为积极，强调无论是上行的通胀风险还是下行的就业风险均较此前有所下降，一定程度上在消退。鲍威尔在会后发布会上的发言几乎未给将来的降息路径提供任何线索。我们并不认为通胀和就业风险已经消退。我们预计劳动力市场的下行趋势仍会持续一段时间，从而驱动降息。下次降息最快或在 3 月，不过亦有更高的概率降息或被延迟到更晚的时间。

汇率展望——我们预计美元指数今年或“先抑后扬”。短期内，除了市场情绪不佳之外，美元指数接下来可能还会面临经济动能走弱的压力。但是，我们并不赞成市场上“抛售美元资产”的行为会长期持续的观点，因为特朗普在制定最终政策时或仍会考虑市场情绪。中长期来看，经济基本面仍是决定美元资产走势的关键因素。基于我们对美国经济的基本假设，我们预计美元指数或在一季度继续下行，而后最快从二季度起开始回升。

投资风险：降息过慢引起经济衰退；政策刺激成效不及预期；特朗普再推出大规模加征关税政策；地缘政治风险。

扫码关注浦银国际研究

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

月度美国宏观洞察：多变的特朗普政策和美联储新主席的提名将给美国经济带来何种变化？

特朗普政府反复无常的政策制定逐渐成为市场焦点

在经济基本面近期表现较为稳健的情况下，特朗普近期一系列出乎意料的举动再次成为市场焦点。去年年底的时候，市场对美国的担忧主要来自于劳动力市场放缓和经济衰退。而随着美国政府“停摆”结束后发布的经济数据大多好于市场预期，近期市场将更多的关注放在了特朗普年初以来一系列争议举动，最重大的事件或是突然逮捕委内瑞拉总统，以及试图通过关税威胁欧盟以夺取格陵兰岛控制权。此外，特朗普也以关税威胁了近期公开声称不要受大国胁迫的加拿大、伊朗的商业伙伴以及韩国（以韩国没有履行贸易协议为由）。不过，虽然特朗普的关税威胁没有停歇，但是到目前为止近期的关税威胁均未兑现。在此次欧盟较为团结的情况下，特朗普对格陵兰岛问题的态度在达沃斯会议上发生了 180 度转变，他宣称美国和北约已经就格陵兰岛问题达成了框架协议（图表 1）。“TACO”交易（特朗普总是临阵退缩）的反应速度已经变得愈来愈快。

我们认为今年 11 月 3 日将举行的中期选举是特朗普年初一系列争议举动的重要原因。11 月的中期选举将改选所有 435 个众议院席位和约三分之一的参议院席位。如果在中期选举中，特朗普所在的共和党没有像 2024 年总统选举时那样成功掌握参议两院的控制权，那么特朗普在他第二任期下半程的政策自由度或将受到极大的束缚。在美国国内问题短期内难以得到妥善处理的情况下，特朗普只能在海外问题上制造争端，试图提高支持率。因此，短期内还需特别留意伊朗局势带来的地缘政治风险。

在中期选举进行之前，我们认为特朗普仍会继续制造争端。在此背景下，我们认为今年全球的地缘政治风险仍然不可小觑。不过，特朗普的政策制定仍蕴含了高度的商人思维和谈判技巧。在对外关系上，他比较擅长的仍是一开始“放大招”震住对方，而后“下台阶”慢慢详谈。此外，特朗普亦较一些政客出身的美国领导人更在乎金融市场表现。考虑到这两点，我们认为需要警惕特朗普政府再出奇招，但也不需要过分担忧。

图表 1：今年以来特朗普的主要争议举动

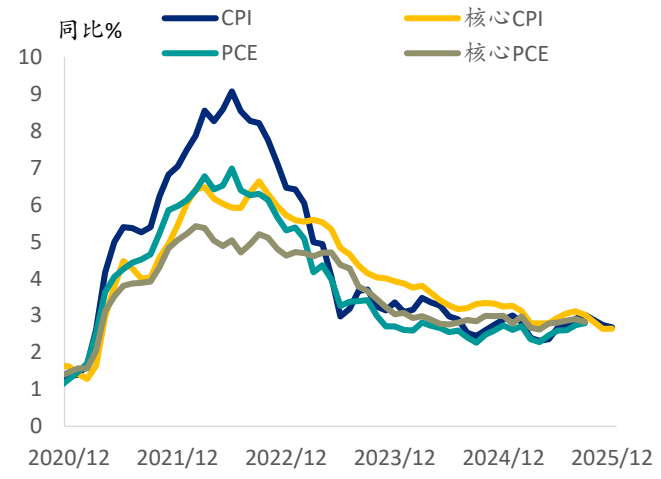
时间	事件	具体内容
1月3日	军事干预委内瑞拉	美军发起“绝对决心行动”，在委内瑞拉首都逮捕了总统马杜罗并押送至美国受审。特朗普称美国将暂时“接管国家运作”。这是美国数十年来在拉美最直接的军事干预之一。
1月13日	对伊朗商业伙伴加征关税	任何与伊朗有商业往来的国家在与美国进行任何商业往来时将被加征25%的关税。此外，面对当前伊朗局势，特朗普认为外交是“首选”方案，但如果他认为有必要，“会毫不犹豫地动用美国军队”。
1月17日	对欧洲多国加征关税以施压格陵兰	特朗普宣布对八个欧洲国家加征10%关税，以此施压，要求这些国家同意美国“购买”格陵兰岛。此举意图控制格陵兰岛的战略位置和矿产资源。但在21日，特朗普态度急转，宣布与北约达成格陵兰岛协议框架。
1月25日	对加拿大的关税威胁	特朗普威胁说如果加拿大和有关国家“达成协议”，将对进入美国的加拿大商品征收100%的关税。此前这位加拿大领导人在瑞士达沃斯举行的世界经济论坛上发表了言辞犀利的演讲，警告各国不要受到大国的胁迫。
1月27日	宣布对韩国加征关税	在指责首尔“未有履行”去年达成的贸易协议后，特朗普宣布将对韩国进口商品的关税税率由15%提高至25%。韩国称尚未收到任何有关提高部分韩制商品关税的正式通知。

资料来源：BIS、浦银国际

美国近期经济数据回顾：通胀率继续维持温和，失业率终于回落，政府“停摆”后发布的实体经济数据再次反映了美国经济的韧性

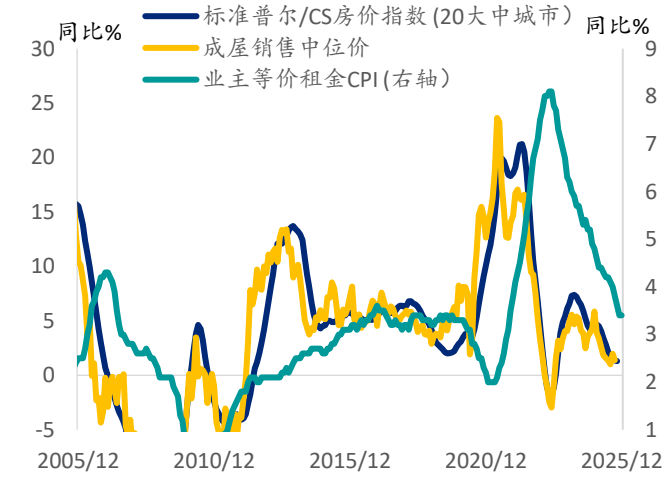
美国 12 月核心 CPI 通胀率略低于预期。从环比细分数据来看，核心商品和扣除住房的核心服务 CPI（超级核心服务 CPI）通胀率 12 月较低，而住房 CPI 则回升到 0.4%的较高水平。在运输和娱乐服务、外宿等价格受到圣诞假期影响而走强的情况下，核心 CPI 通胀率读数仍较为温和。然而，12 月异常低的教育和通讯商品以及其他服务 CPI 或继续受到去年四季度政府“停摆”的影响，此后或有反弹可能。此外，我们认为接下来一季度的核心商品 CPI 或受到更显著的关税影响。核心通胀率短期内或仍有反弹可能，但整体趋势或在反复后继续往下。

图表 2：2025 年 12 月整体和核心 CPI 同比通胀率均较 11 月维持不变，其中核心 CPI 低于市场预期



资料来源：CEIC、浦银国际

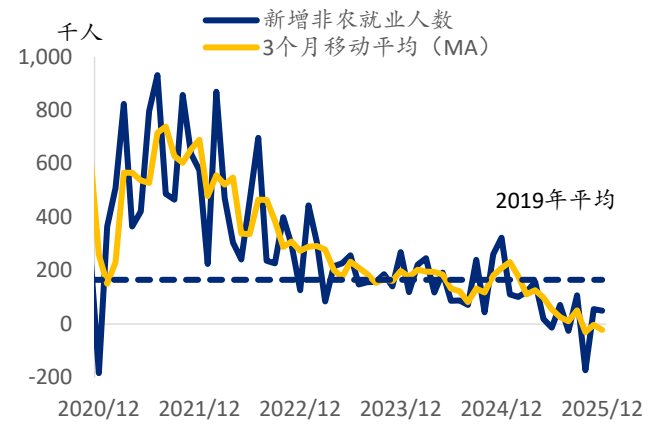
图表 3：从房价来看，住房价格短期内或不具备继续上升的基础



资料来源：CEIC、浦银国际

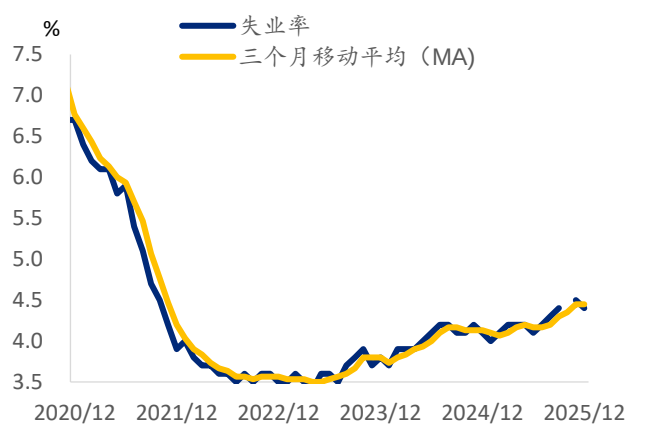
劳动力市场数据继续喜忧参半。一方面，去年 12 月非农就业人数增加 5 万人，低于 11 月下修后的 5.6 万人和市场预期的 7 万人（图表 4）。此外，10-11 月两月的新增就业人数合计下修高达 7.6 万人。另一方面，失业率从去年 7 月起连续上升之后，12 月终于下滑 0.1 个百分点到 4.4%（图表 5）。失业率的下降或和 12 月劳动力参与率的略微下降有一定关系。此外，平均时薪增速不论是同比还是环比均反弹（图表 6）。而从高频的周度领取失业金人数数据来看，今年 1 月不论是当周初次领取失业金人数还是持续领取失业金人数均有所下滑（图表 7）。

图表 4：12 月新增非农就业人数低于预期，且 10-11 月数据被显著下修



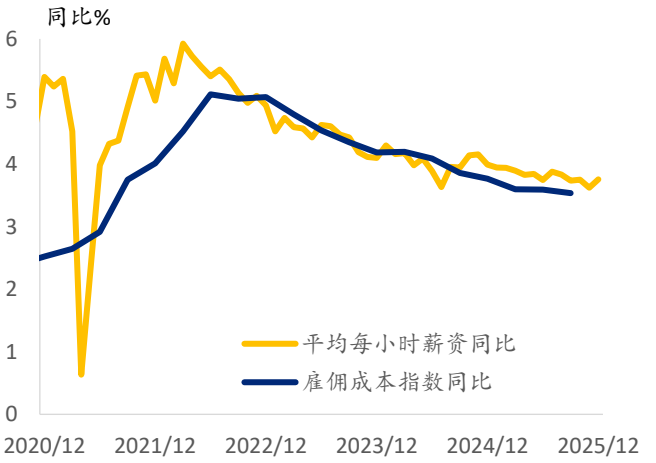
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 5：12 月失业率下降 0.1 个百分点到 4.4%



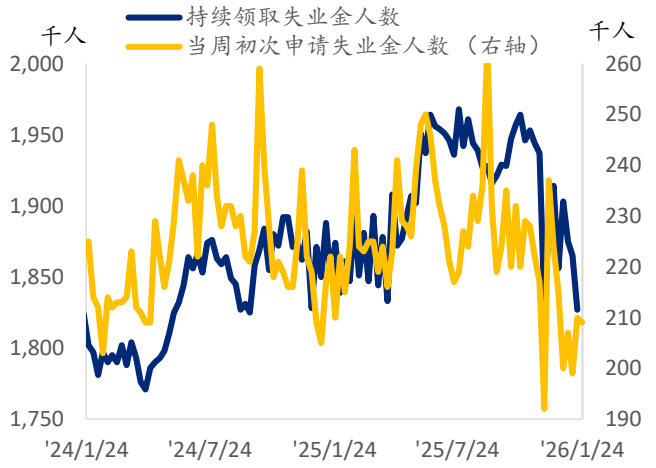
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 6：12 月平均时薪同比增速回升



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 7：今年 1 月不论是当周初次领取失业金人数还是持续领取失业金人数均有所下滑



资料来源：CEIC、浦银国际

我们依然预计美国劳动力市场的下行趋势仍会持续一段时间，但急速恶化并引发经济衰退的可能性并不高。往前看，除了 PMI 之外的其他大多数调查类数据仍不容乐观。我们将收集到的就业市场数据制成的热力图显示大部分指标较 2025 年年初确实有所走弱，但这其中有相当部分已走过阶段性最低点开始回稳（图表 8，参见：宏观主题研究：美国劳动力市场到底有多

弱？）。结合通胀和实体经济数据，我们认为加征关税对截至目前发布的劳动力市场硬数据影响相当有限，而加征关税对实体经济和就业市场的影响将在接下来几个月的数据中逐渐体现，或拉低非农就业数据和抬高失业率。然而，考虑到我们在热力图中所分析的劳动力市场数据综合情况、劳动力供给的下降和去年 9 月起货币政策的放松等因素，我们依然不认为美国就业市场会急速恶化并引发经济衰退。而在美国今年财政刺激预计将促进居民消费和企业投资的情况下，我们估计今年下半年就业市场或走过阶段性低点并开始企稳，失业率开始下行。

图表 8：美国劳动力市场指标热力图

	1/2025	2/2025	3/2025	4/2025	5/2025	6/2025	7/2025	8/2025	9/2025	10/2025	11/2025	12/2025
非农就业人数增长	-0.15	-0.30	-0.37	-0.14	-0.30	-0.40	-0.43	-0.45	1.41	-0.90	-0.60	2.63
非农就业人数增长：私人	0.06	-0.30	-0.43	0.08	-0.19	-0.50	-0.50	-0.65	3.05	-0.39	0.24	-0.49
非农就业人数增长：政府	-0.27	-0.31	-0.37	-0.30	-0.72	-0.36	-0.01	-0.43	0.23	3.09	-0.29	-0.25
非农雇佣率	0.06	0.67	0.67	1.27	1.27	0.67	-0.55	-1.77	-1.16	-0.55	-0.55	#N/A
非农离职率	-1.35	-0.21	0.94	0.94	0.94	0.94	0.94	-0.21	-0.21	-1.35	-1.35	#N/A
非农就业临时援助服务增长	-0.56	-1.62	-2.01	1.14	0.53	1.16	0.49	0.71	-0.36	-0.12	0.28	0.37
非农从事兼职比例	-1.49	-0.42	0.47	0.89	0.13	-0.60	-0.72	-0.40	-0.14	-0.06	2.34	#N/A
家庭调查中的就业人数增长：非农业	-0.15	-0.30	-0.37	-0.14	-0.30	-0.40	-0.43	-0.45	1.41	-0.90	-0.60	2.63
劳动力参与率	0.27	0.62	0.98	0.98	0.98	0.62	-0.09	-1.52	-1.87	-1.16	-0.09	0.27
劳动力参与率：25-54岁	-0.50	-0.50	-0.50	-0.79	-0.50	-0.79	-0.22	-0.79	0.07	0.65	1.80	2.09
裁员人数	-1.17	-0.31	1.48	1.90	1.31	-0.41	-0.73	-0.79	-0.75	-0.06	-0.17	-0.31
失业率	-0.96	-1.21	-0.96	-0.45	-0.20	-0.45	-0.45	-0.20	0.56	0.94	1.70	1.70
永久失业者比例	-1.08	-1.67	-1.34	-0.51	0.16	0.48	0.39	0.41	0.91	1.06	1.20	#N/A
平均周度工作小时数	-0.89	-1.77	-0.89	0.89	1.77	0.89	0.89	0.00	0.00	-0.89	0.00	0.00
平均小时收入	-1.47	-1.22	-0.94	-0.73	-0.45	-0.20	0.09	0.39	0.68	1.00	1.27	1.58
JOLTS职位空缺增长	0.71	-1.45	-0.72	-0.92	1.01	0.76	-0.35	-1.31	1.24	1.04	-0.01	#N/A
JOLTS职位空缺/失业人数	1.76	1.27	0.74	0.00	0.04	0.27	0.01	-0.62	-0.92	-0.94	-1.60	#N/A
当周初次申请失业金人数	-1.44	-1.04	-1.06	-0.29	0.28	1.46	1.15	0.89	0.47	0.86	-0.13	-1.15
CB认为工作机会充足和难以获得工作的差额	1.55	1.49	1.11	0.65	0.26	-0.16	-0.38	-0.51	-0.79	-0.84	-1.08	-1.31
NFIB增加就业计划	1.67	1.17	0.00	-0.84	-1.34	-1.17	-1.00	-0.50	0.00	0.17	0.84	1.00
PMI服务业就业指数	1.32	1.85	0.94	0.35	-0.23	-0.05	-0.52	-1.27	-1.27	-0.95	-0.52	0.35
ISM制造业报告：企业就业率增长	-0.46	-1.53	-0.90	-0.22	0.80	1.82	1.58	-0.70	-0.36	-0.12	0.56	-0.46
ISM服务业PMI报告：企业就业率增长	0.73	1.68	0.82	1.00	0.09	-0.38	-0.79	-1.52	-1.30	-0.94	0.02	0.58
纽约联储离职预期——失去工作的概率	-1.99	-1.66	0.49	1.10	1.52	0.54	0.05	-0.15	0.35	0.13	-0.28	-0.08
纽约联储求职预期——3月内找到工作的概率	1.32	0.86	1.00	0.63	0.55	0.30	0.54	-0.40	-0.75	-1.38	-0.99	-1.68
WARN通知暗示裁员变化	-1.27	-1.32	-0.52	0.01	1.37	1.23	1.12	-1.07	-0.70	0.37	0.96	-0.19
咨商会就业趋势指数	1.34	1.10	0.91	0.56	0.41	0.36	0.15	-0.12	-0.58	-0.90	-1.39	-1.85

注：数值取自各指标 12 个月的 z-score，底色越蓝表示数据越好（劳动力市场表现较好）。

资料来源：同花顺、Bloomberg、CEIC、浦银国际计算

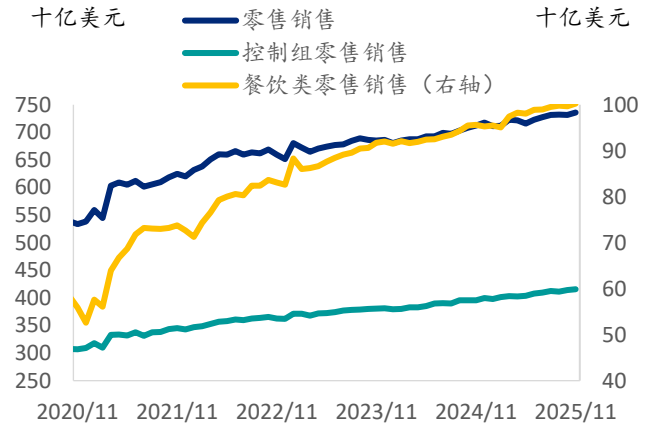
政府“停摆”后发布的实体经济数据再次反映了美国经济的韧性：在消费方面，此前政府“停摆”对数据发布的影响尚未完全消除，12 月消费数据的发布时间延迟到今年 2 月。不过零售销售环比增速 11 月显著回升到 0.6%，略高于市场预期（图表 9）。从细分数据来看，11 月零售数据的走强是全方位的，无论是餐饮、还是排除了汽车、汽油、餐饮等的控制组零售销售的环比增速均较强。尽管如此，我们依然认为之后消费会在劳动力市场走弱的背景下逐渐转弱。

在制造业方面，工业生产环比增速从 10 月的-0.26%反弹至 11 月的 0.43%，12 月继续维持在 0.37%的正增长。最重要的制造业工业生产环比增速在 11-12 月保持正增长（图表 10）。不过整体来看，制造业整体走势依以低位双边波动为主。

在房地产业方面，数据发布依然高度滞后，仅成屋销售已发布了 12 月数据，延续去年下半年以来的温和上升趋势（图表 11）。延迟发布的 10 月新屋销售和 9 月相比基本没有变化。在投资方面，10 月营建许可亦大致不变，而新屋开工略微下滑（图表 12）。

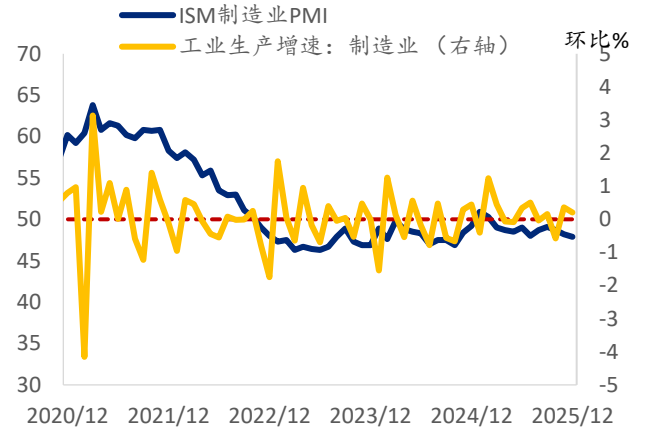
整体而言，就目前已经发布的数据来看，关税和政府“停摆”对实体经济活动的影响仍不算明显。我们依然预计美国经济动能在一季度会随关税影响的凸显而继续下滑，而后最快从二季度起在政策支持下改善（参见：2026 年美国宏观经济展望：政策刺激引领经济复苏之路）。

图表 9：11 月零售销量环比增速反弹至 0.6%，略好于市场预期



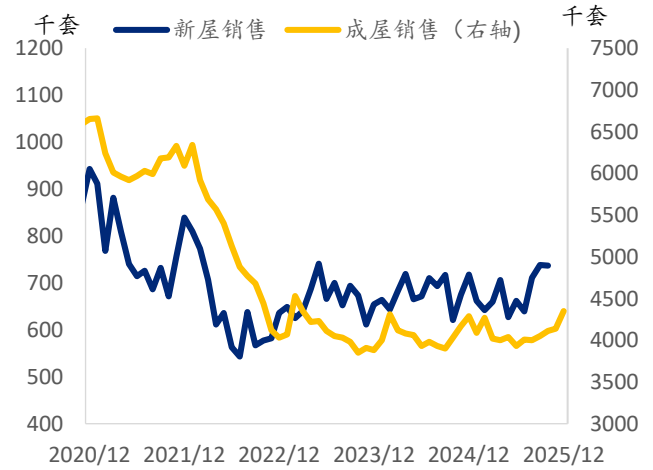
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 10：工业生产环比增速在去年 11-12 月均保持较高的正值



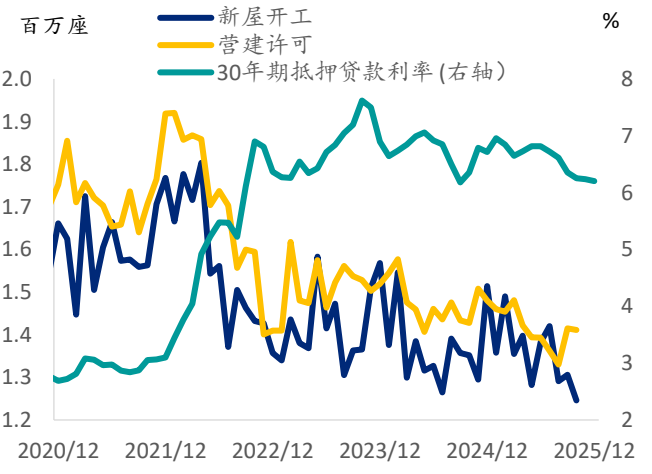
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 11：12 月成屋销售延续去年下半年以来的温和上升趋势，10 月新屋销售和 9 月基本没有变化



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 12：10 月营建许可大致不变，而新屋开工略微下滑



资料来源：CEIC、浦银国际

货币政策展望：美联储 1 月议息会议表述相当中性，我们维持今年两次 25 个基点降息的基本预测

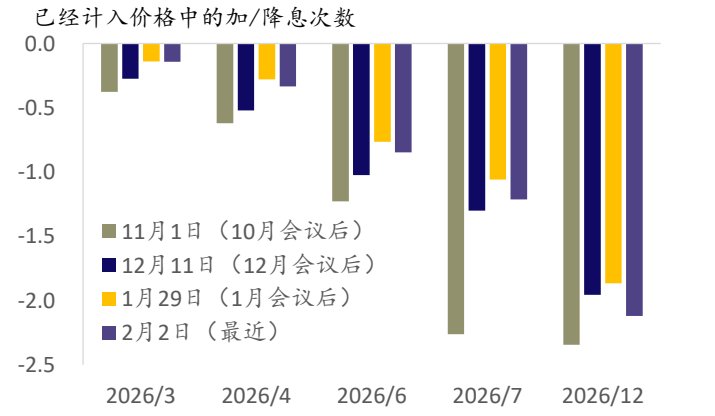
美联储 1 月议息会议表述相当中性。美联储 1 月会议对美国经济形势的判断变得更为积极，强调无论是上行的通胀风险还是下行的就业风险均较此前有所下降，一定程度上在消退。鲍威尔在会后发布会上的发言几乎未给将来的降息路径提供任何线索，仅表明下一步至少不会是升息（参见：美联储 1 月如期暂停降息，中性表述几乎未给将来降息路径提供线索）。

我们维持今年两次 25 个基点降息的基本预测。虽然美联储似乎对经济形势比较乐观，但是我们并不认为通胀和就业风险已经消退。尽管近期发布的劳动力市场和实体经济数据较为稳健，我们对就业市场的深度主题研究显示，美国劳动力市场的下行趋势预计仍会持续一段时间。劳动力市场的走弱或将继续驱动降息。我们维持今年还有两次 25 个基点降息的基本预测，预计下次降息时间最快或在 3 月。不过亦有更高的概率降息或被延迟到更晚的时间。

此外，特朗普于 1 月 30 日提名美联储前理事凯文·沃什为下任美联储主席，这一提名还需获得参议院批准。沃什的主要主张是“降息+缩表+改革”。他的核心主张在于推动降息的同时，加快压缩美联储资产负债表，以减轻对通胀的刺激。另外，沃什还强调美联储需要体制性转向。沃什关于降息和美联储结构性改革的主张或是特朗普选择提名他为下任美联储主席的主要原因，然而，沃什“降息+缩表”的政策主张也充满争议——这可能会降低降息的政策效果，导致金融条件收紧。除了市场最为关注的降息问题，他对美联储的潜在机构改革和缩表举动亦值得特别留意。

在美联储主席对降息的影响问题上，我们认为美联储主席人选确实会对美联储的决议产生一定影响，但是主席对降息并不具备独裁权。最终决定权在于 12 名联邦公开市场委员会投票委员的民主表决，且仍主要取决于劳动力市场下行和通胀上行压力的平衡。我们认为还需警惕下任美联储主席在 6 月就任后议息会议的变化，不过亦不需要过度强调主席对降息的影响。

图表 13：市场计入的美联储降息次数在特朗普提名新任美联储主席之后略微上升



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 14：12 月 FOMC 更新经济指标预测：暗示今明两年各还有一次 25 个基点的降息

单位 (%)		2025	2026	2027	长期
实际 GDP 同比增速	12 月	1.7	2.3	2.0	1.8
	9 月	1.6	1.8	1.9	1.8
失业率	12 月	4.5	4.4	4.2	4.2
	9 月	4.5	4.4	4.3	4.2
PCE 同比增速	12 月	2.9	2.4	2.1	2.0
	9 月	3.0	2.6	2.1	2.0
核心 PCE 同比增速	12 月	3.0	2.5	2.1	
	9 月	3.1	2.6	2.1	
联邦基金利率	12 月	**3.6**	**3.4**	**3.1**	**3.0**
	9 月	**3.6**	**3.4**	**3.1**	**3.0**

资料来源：美联储、浦银国际

金融市场展望：我们预计美元指数今年或“先抑后扬”

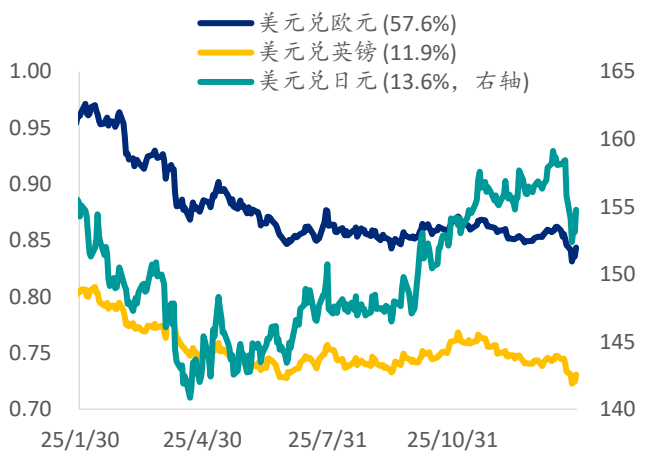
进入 2026 年以来，美元指数在波动中持续走低。尤其在 1 月 27 日，美元指数大幅下跌，日内最低点 95.5542 触发了美元指数 4 年以来的新低（图表 15）。下跌最直接的导火索或是特朗普对汇率的一番表态。他表示不认为美元已经下跌过度，并对当前美元表现予以肯定。特朗普反复无常的政策制定和对美联储独立性的担忧触发了市场的不安。此外，美国和日本将联合对外汇市场进行干预的传闻也刺激了日元对美元汇率突然走强（图表 16）。可以说，美元指数 1 月的走弱和美国本身经济基本面变化的关系不大，主要是市场情绪驱动。

我们预计接下来美元指数或呈“先抑后扬”走势。短期内，除了市场情绪不佳之外，美元指数接下来可能还会面临来自经济动能走弱的压力。但是，我们并不赞成市场上“抛售美元资产”的行为会长期持续的观点，我们认为特朗普在制定最终政策时，还是会考虑市场情绪。从中长期来看，经济基本面或仍是决定美元资产走势的关键因素。基于我们对美国经济最快从二季度起开始回温的基本假设，我们预计美元指数或在一季度继续下行，而后最快从二季度起开始回升。我们预计美元指数点位或从 2025 年底的 98 略微升值到 2026 年底的 100。

图表 15：美元指数 1 月底迅速下跌

资料来源：同花顺、浦银国际

图表 16：其中美元兑日元跌幅最大



资料来源：CEIC、浦银国际

附录

图表 17：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2026 年 1 月 29 日	美联储 1 月如期暂停降息，中性表述几乎未给将来降息路径提供线索
2026 年 1 月 26 日	宏观主题研究：美国劳动力市场到底有多弱？
2026 年 1 月 14 日	美国 12 月核心 CPI 略低于预期，但 1 月美联储或仍跳过降息
2025 年 12 月 19 日	美国 11 月 CPI 远低于预期，为明年 1 月降息保留可能性
2025 年 12 月 11 日	美联储 12 月如期降息，但表述较为鹰派
2025 年 11 月 21 日	2026 年美国宏观经济展望：政策刺激引领经济复苏之路
2025 年 10 月 30 日	美联储宣布 10 月降息和 12 月结束缩表，称 12 月降息并非板上钉钉
2025 年 10 月 30 日	宏观策略联合解读：中美元首会晤取得阶段性成果，有望提振短期市场情绪
2025 年 10 月 25 日	美国 9 月核心 CPI 超预期下滑，帮助锁定 10 月降息
2025 年 10 月 13 日	特朗普宣称将对中国加征 100%关税，如何看待中美关税战前景？
2025 年 9 月 23 日	月度美国宏观洞察：降息周期重启，美国经济会陷入衰退吗？
2025 年 9 月 18 日	美联储 9 月如期降息，年内或还有两次降息
2025 年 9 月 12 日	美国 8 月核心 CPI 符合预期，锁定下周 25 个基点降息
2025 年 8 月 26 日	月度美国宏观洞察：关税大致尘埃落定，9 月剑指重启降息？
2025 年 8 月 22 日	浦银国际宏观观点：关税问题上我们还需要担忧什么？
2025 年 8 月 12 日	美国 7 月核心 CPI 略微回升但符合预期，9 月重启降息可期
2025 年 7 月 31 日	美联储 7 月继续暂停降息，鲍威尔未对 9 月是否降息给出指引
2025 年 7 月 23 日	月度美国宏观洞察：8 月 1 日征税函生效在即，关税再成焦点
2025 年 7 月 16 日	美国 6 月核心 CPI 回升但低于预期，料本月议息会议将继续按兵不动
2025 年 7 月 3 日	暂缓期大限将至，个性化“对等关税”会卷土重来吗？
2025 年 6 月 20 日	月度美国宏观洞察：暂缓期大限将至，关税政策或再引关注
2025 年 6 月 19 日	美联储 6 月继续暂停降息，关税对通胀的影响仍是降息关键
2025 年 6 月 12 日	美国 5 月 CPI 超预期回落，料降息至少延迟至 9 月
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 14 日	美国 4 月 CPI 回升但不及预期，尚未体现关税影响
2025 年 5 月 8 日	美联储 5 月如期继续暂停降息，并排除“先发制人”可能性，降息还需“边走边看”
2025 年 5 月 7 日	月度美国宏观洞察：“对等关税”下美国经济濒临衰退
2025 年 4 月 11 日	美国 3 月 CPI 再超预期回落，但难抵关税阴霾
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 25 日	月度美国宏观洞察：新一轮关税风暴或一触即发
2025 年 3 月 20 日	美联储 3 月如期继续暂停降息，强调经济不确定性增加
2025 年 3 月 13 日	美国 2 月 CPI 超预期回落，关税战影响尚未显现
2025 年 2 月 25 日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025 年 2 月 13 日	美国 1 月 CPI 超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025 年 1 月 30 日	美联储 1 月如期暂停降息，3 月或继续暂停降息
2025 年 1 月 22 日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025 年 1 月 16 日	美国 12 月核心 CPI 微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024 年 12 月 12 日	美国 11 月核心环比通胀率大致稳定，或不影响 12 月降息
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 14 日	美国 10 月核心环比通胀率如预期微跌
2024 年 11 月 8 日	11 月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响
2024 年 10 月 29 日	月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？
2024 年 10 月 10 日	美国 9 月核心环比通胀率再超预期，11 月降息幅度或锁定在 25 个基点
2024 年 9 月 26 日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决

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团－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授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。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。本报告仅提供给合资格投资者(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

张帆
vane_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6467

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