



月度美国宏观洞察：特朗普和最高法院的关税之争会影响美国经济展望吗？

特朗普关税更新——美国 2 月的关税风云仅导致美国加权平均关税税率略微下降，而整体关税税率或已在去年见顶。尽管最高法院驳回了“芬太尼关税”和“对等关税”，但特朗普立即宣布以第 122 条款对全球商品加征 15% 关税。加之之下，美国加权平均关税税率或仅从风波前的 16% 下降至 13.7%。因此，我们并不会因为 2 月关税政策的变化而改变对今年美国经济和货币政策的基本判断。值得注意的是，利用第 122 条施加的政策最长有效期为 150 天，之后延长该提案需要国会通过。在 11 月的中期选举前，该提案要获得国会通过或有相当难度。特朗普政府或更多是将该政策作为此后沿用 301 和 232 贸易调查施加关税的缓冲。考虑到这两项调查所需的调查时长，150 天的缓冲期或不足以让特朗普政府完全利用这两项调查来替代高达 15% 的全球关税。在 7 月 24 日 15% 全球关税政策到期后，有可能会经历一段时间的特朗普关税政策空窗期。不过，特朗普亦可以采用较少使用的 201 条款和从未使用过的 338 条款来加征关税。整体而言，虽然关税政策不确定性仍高，但是美国关税最高的时期或已经过去。

美国近期经济数据回顾——部分实体经济数据开始显示走弱趋势，但整体仍具韧性。美国去年四季度 GDP 增速超预期下滑。排除了政府“停摆”和波动项净出口的扰动后，内需对经济的贡献亦小幅走低。在月度数据方面，去年 12 月到今年 1 月发布的实体经济数据喜忧参半：12 月零售销售数据走低，但近期发布的房地产行业 and 工业生产数据边际改善。整体而言，部分实体数据已经开始反映我们此前所预测的经济动能减弱，不过相当部分数据仍维持韧性。接下来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。

美国通胀和就业市场展望——1 月通胀率温和回升，失业率继续回落，但就业市场是否已经触底开始复苏仍存疑。1 月核心环比 CPI 通胀率略微回升，符合我们此前认为核心通胀率短期内可能反弹的预测。我们认为短期内通胀率仍有上行可能，但整体趋势或在反复后继续往下。1 月非农就业报告好于预期。我们的就业市场热力图显示超过半数指标 1 月边际改善。不过我们认为 1 月就业数据或受季节调整影响较大，就业市场是否已经触底开始复苏仍存疑。

政策展望——美联储 1 月会议纪要显示分歧加剧，我们仍维持今年两次 25 个基点降息的基本预测，但降息时点或延后。1 月会议纪要较此前鲍威尔发言略显鹰派。部分官员提到不排除重新加息的可能性。考虑到 1 月符合预期的 CPI 数据和好于预期的非农就业数据，我们认为 3 月议息会议将继续暂停降息。但随着通胀逐渐降温，潜在的经济动能放缓和劳动力市场的下行趋势或仍将继续驱动降息。

汇率展望——我们依然预计美元指数接下来将先抑后扬。美元指数连续走弱的趋势在 2 月告一段落。这其中最大的推动力或是美联储新主席提名公布缓解了市场对美联储独立性的担忧。我们预计短期内经济动能走弱的压力或拉低美元指数，而后指数在美国经济显著回温后开始改善。

投资风险：降息过慢引起经济衰退；政策刺激成效不及预期、尤其是美联储态度转鹰；关税政策再起波澜；地缘政治风险。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2026 年 2 月 27 日

浦银国际

宏观洞察

月度美国宏观洞察



扫码关注浦银国际研究

月度美国宏观洞察：特朗普和最高法院的关税之争会影响美国经济展望吗？

特朗普和美国最高法院的关税之争再次触发关税政策不确定性

特朗普二次上任后的关税政策受到了最高法院的挑战。2月20日，美国最高法院以6比3的多数意见驳回特朗普政府此前援引《国际紧急经济权力法》(IEEPA)征收大规模关税的行为，其中包括特朗普二次上任以后从2月起以芬太尼为由对中国、加拿大和墨西哥加征的关税，以及去年4月以来面向全球的“对等关税”政策。然而在法院裁决公布的当天，特朗普立即签署新的行政令，依据《1974年贸易法》第122条，对全球商品加征10%关税，为期150天，2月24日起生效。而后在新关税生效前，特朗普在2月22日再次宣布将全球进口关税从10%提高至15%，即刻生效。而美国其他以《1962年贸易扩展法》第232条（以“国家安全”为由）和《1974年贸易法》第301条（以“损害美国利益”为由）征收的关税将继续有效。

美国2月的关税风云仅导致美国加权平均关税税率略微下降，而整体关税税率或已在去年见顶，而后的下行风险高于上行风险。根据耶鲁大学预算实验室的测算，美国最高法院的裁决将美国加权平均关税税率从此前的16%下调至9.1%，然而特朗普新施加的15%关税将导致美国加权平均关税税率升至13.7%，较2月前水平下调有限。因此，我们并不会因为关税政策的变化而改变对今年美国经济和货币政策的基本判断。在财政收入方面，最高法院并未涉及退税问题。虽然已经有一些企业起诉要求退税，但是我们认为能退还的部分或有限。除了缺乏明显指引之外，我们亦留意到由美国国际贸易委员会计算的美国有效税率在2025年底仅为9.416%，远低于耶鲁大学按照理论测算的16%。

值得注意的是，利用第122条施加的政策有效期最长为150天，之后延长该提案需要国会通过。在11月的中期选举前，该提案要获得国会审批通过或有相当难度。特朗普政府更多是将该政策作为此后沿用301和232贸易调查施加关税的缓冲。考虑到这两项调查所需的调查时长，150天的缓冲期或不足以让特朗普政府完全利用这两项调查来替代高达15%的全球关税。在7月24日15%全球关税政策到期后，有可能会经历一段时间的特朗普关税政策空窗期。

不过，除了较为常见的301和232贸易调查之外，特朗普亦可以采用较少使用的201条款和从未使用过的338条款来加征关税(图表1)。整体而言，虽然关税政策不确定性仍高，但是美国关税最高的时期或已经过去。

图表 1：特朗普应对最高法院裁决可使用的征收关税的法定权限

条款	征收关税的依据	是否需要联邦机构调查	一般调查时长	行动期限限制	关税税率限制
已经使用					
第 122 条	国际支付问题	否	无	150 天，经国会批准可延长	15%
常见					
第 232 条	对国家安全的威胁	是，由商务部发起	5-12个月不等	无	无明确上限，一般在25%或50%
第 301 条	对外国立法或行政上违反协定、损害美国利益的行为	是，由美国贸易代表办公室发起	一般12-13个月	4 年，可无上限延长	按照受损利益定，无明确上限
少见或从未使用					
第 201 条	在进口增加导致或威胁对美国制造商造成严重损害	是，由美国国际贸易委员会发起	大约6-9个月	4 年，可延长至最长 8 年	最高可加征 50%，一年后需逐步降低
第 338 条	被认定实施不合理收费、限制或歧视性行为	否，但从未使用可能面临法律挑战	几个月	无	50%

资料来源：彭博社、新闻报道、浦银国际整理

美国近期经济数据回顾：通胀率温和回升符合预期，失业率继续回落，部分实体经济数据开始显示走弱趋势

美国去年四季度 GDP 增速超预期下滑，一定程度上是因为经济活动受到此前政府“停摆”的影响。GDP 经济环比增速从第三季度的 4.4% 下跌到四季度的 1.4%，远低于市场预期的 2.8%。美国经济分析局（Bureau of Economic Analysis）指出政府“停摆”或拉低 GDP 1 个百分点。排除了政府“停摆”和波动项净出口的扰动后，内需对经济的贡献仍从第三季度的 2.8% 下滑至四季度的 2.3%。从进一步的细分数据来看，个人消费对经济的贡献绝大部分来自于服务消费，而受益于 AI 相关投资的设备和知识产权投资则继续支撑私人投资（图表 2）。

图表 2：GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率

	比重	季调环比增速				对GDP拉动作用			
		25Q4	25Q3	25Q2	25Q1	25Q4	25Q3	25Q2	25Q1
整体	100.0	1.4	4.4	3.8	-0.6	1.4	4.4	3.8	-0.6
个人消费支出	69.2	2.4	3.5	2.5	0.6	1.6	2.3	1.7	0.4
商品	23.5	-0.1	3.0	2.2	0.2	0.0	0.6	0.5	0.0
耐用品	8.9	-0.9	1.6	2.3	-3.4	-0.1	0.1	0.2	-0.3
非耐用品	14.7	0.4	3.9	2.2	2.2	0.1	0.5	0.3	0.3
服务	45.8	3.4	3.6	2.6	0.8	1.6	1.7	1.2	0.4
私人投资总额	18.4	3.8	0.0	-13.8	23.3	0.7	0.0	-2.7	3.8
固定资产投资	18.3	2.6	0.8	4.4	7.1	0.5	0.2	0.8	1.2
建筑	2.7	-2.4	-5.0	-7.5	-3.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
设备	6.0	3.2	5.2	8.5	21.4	0.2	0.3	0.4	1.0
知识产权	6.8	7.4	5.6	15.0	6.5	0.4	0.3	0.8	0.3
住宅	3.2	-1.5	-7.1	-5.1	-1.0	-0.1	-0.3	-0.2	0.0
私人存货变化	-0.1	NA	NA	NA	NA	0.2	-0.1	-3.4	2.6
商品和服务净出口	-3.9	NA	NA	NA	NA	0.1	1.6	4.8	-4.7
政府消费支出和投资总额	2.5	-5.1	2.2	-0.1	-1.0	-0.9	0.4	0.0	-0.2

资料来源：同花顺、浦银国际

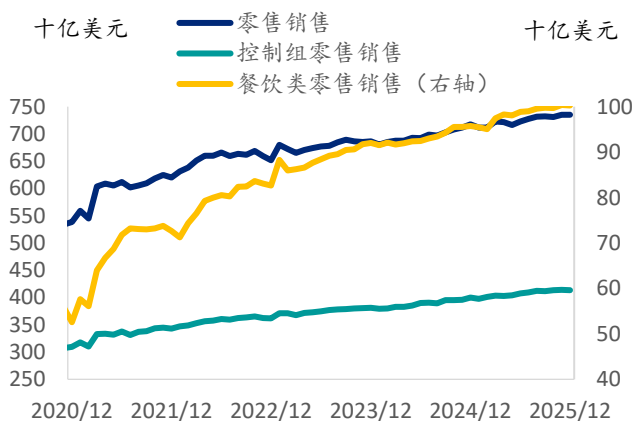
月度数据方面，去年12月到今年1月发布的实体经济数据喜忧参半：在消费方面，美国去年12月零售销售环比增速回落到0%，显著低于11月的0.6%和市场预期的0.4%（图表3）。从细分数据来看，餐饮和排除了汽车、汽油、餐饮等的控制组零售销售的环比增速均转负到了-0.1%。这符合我们此前的消费会在劳动力市场走弱的背景下逐渐转弱的预测。

在制造业方面，工业生产环比增速从去年12月的0.25%上升至今年1月的0.7%。最重要的制造业工业生产环比增速反弹至0.6%的高增速（图表4）。不过我们对工业生产是否已经在AI相关投资的需求和近期企业的税收优惠政策的鼓励下开始复苏仍存谨慎乐观态度。1月数据走强或和技术下修了前几个月的数据亦有一定关系。

在房地产业方面，数据发布依然滞后，目前仅成屋销售已发布1月数据——成屋销售在此前经历了连续4个月的回升之后于1月有所回落，部分受异常寒冷的天气影响（图表5）。而延迟发布的去年11-12月新屋销售相较10月有所改善。在投资方面，无论是营建许可还是新屋开工在去年11-12月均逐渐上升（图表6）。尽管近期发布的房地产相关数据显现出回温迹象，我们认为要实现更明显的复苏还需要配合房贷利率的显著下行。目前房贷利率仍高达6.1%。

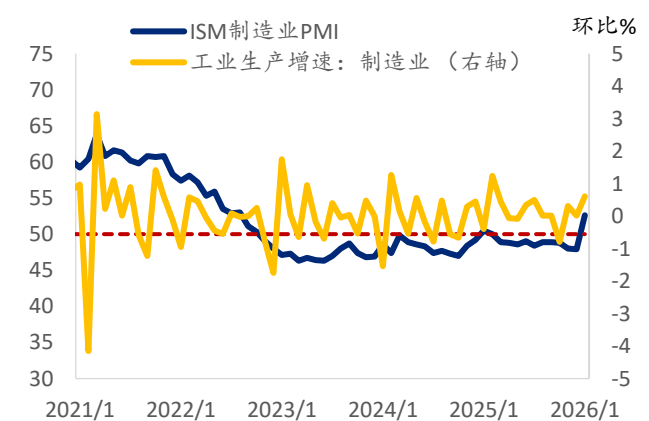
整体而言，部分实体数据已经开始反映我们此前所预测的经济动能减弱，不过相当一部分数据仍维持韧性。接下来我们依然预计美国经济动能在一季度会随关税影响的凸显而继续下滑，而后最快从二季度起在政策支持下改善。

图表 3：12 月零售销售环比增速显著回落，且低于市场预期



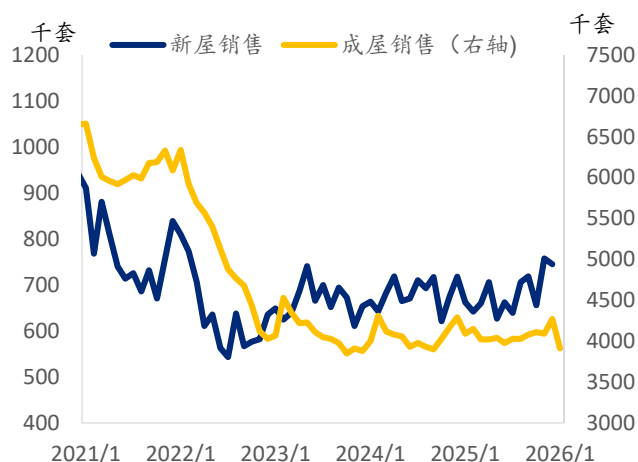
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 4：工业生产环比增速从去年 12 月的 0.25% 上升至今年 1 月的 0.7%，制造业环比增速亦反弹



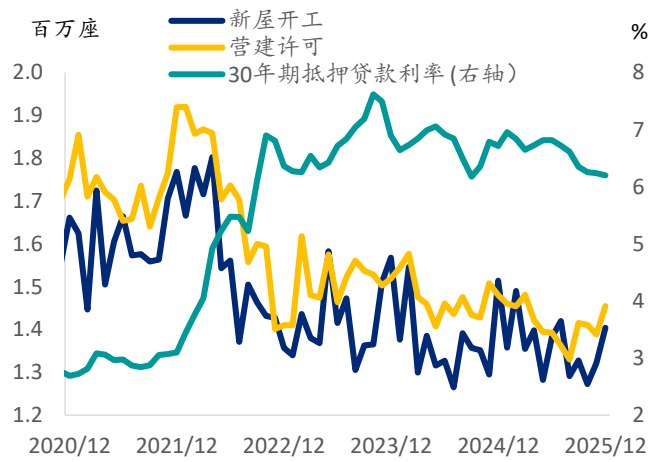
资料来源：CEIC、浦银国际

图表 5: 1 月成屋销售回落, 但去年 11-12 月新屋销售改善



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 6: 无论是营建许可还是新屋开工在去年 11-12 月均逐渐上升



资料来源: CEIC、浦银国际

美国 1 月核心环比 CPI 通胀率略微回升 (1 月: 0.295%, 12 月: 0.233%, 预期: 0.300%), 大体符合预期。从环比细分数据来看 (图表 7), 核心商品 CPI 依然较弱, 不过这主要是因为波动较大的二手车价格的下降。核心服务 CPI 上升 0.12 个百分点到 0.39%, 这主要是因为扣除住房的核心服务 CPI (超级核心服务 CPI) 的强势反弹 (1 月: 0.62%, 12 月: 0.12%)。正如我们此前所预测的, 12 月教育和通讯商品以及其它个人服务 CPI 异常低, 或是受到去年四季度政府“停摆”的影响, 而在今年 1 月, 这两个项目均显著回升。运输服务 CPI 亦因为机票和汽车保险涨价而走高。整体而言, 1 月 CPI 通胀率的上升符合我们此前认为核心通胀率短期内可能反弹的预测。展望未来, 我们认为短期内通胀率仍有上行可能, 尤其是在考虑关税影响之后, 但通胀率的整体趋势或在反复后继续往下。

图表 7：美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

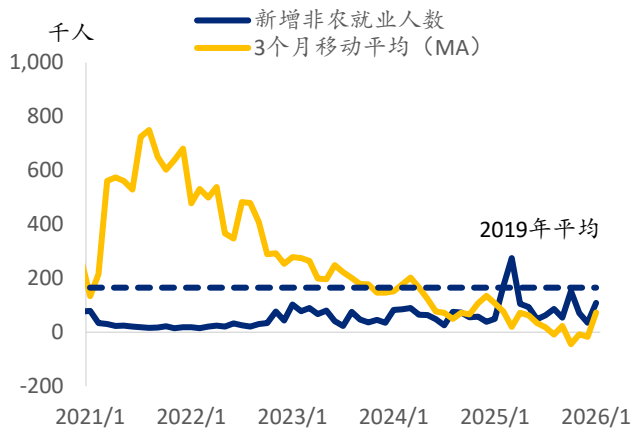
	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	26 年 1 月	25 年 12 月	25 年 9 月	26 年 1 月	26 年 1 月
CPI	0.17	0.30	0.30	100.0	0.17
食品	0.19	0.66	0.22	13.7	0.03
能源	-1.47	0.34	1.43	6.3	-0.09
核心 CPI	0.30	0.23	0.22	80.0	0.24
- 商品	0.04	0.03	0.20	19.2	0.01
家用家具和供给	0.29	0.51	0.25	3.4	0.01
服装	0.31	0.33	0.54	2.4	0.01
运输	-0.66	-0.26	0.04	6.9	-0.05
医疗护理	-0.06	0.33	-0.06	1.5	0.00
娱乐商品	0.63	0.10	0.36	2.0	0.01
教育和通讯商品	0.27	-1.69	-0.60	0.8	0.00
酒精饮料	0.18	-0.08	0.20	0.8	0.00
其它	1.07	0.44	0.52	1.3	0.01
- 服务	0.39	0.27	0.23	60.8	0.24
住房	0.22	0.38	0.21	35.6	0.08
主要居所租金	0.25	0.27	0.22	7.8	0.02
外宿	-0.10	2.18	0.86	1.3	0.00
业主等价租金	0.22	0.31	0.16	26.2	0.06
核心服务扣除住房	0.62	0.12	0.27	25.2	0.16
医疗护理	0.33	0.37	0.24	7.0	0.02
运输	1.35	0.41	0.28	6.4	0.09
娱乐	0.39	1.75	0.38	3.1	0.01
教育和通讯商品	0.40	-0.82	0.08	5.1	0.02
其它个人服务	2.33	-0.82	-0.34	0.9	0.02

注：美国劳工部并未补发 2025 年 10-11 月通胀环比数据

资料来源：CEIC、浦银国际

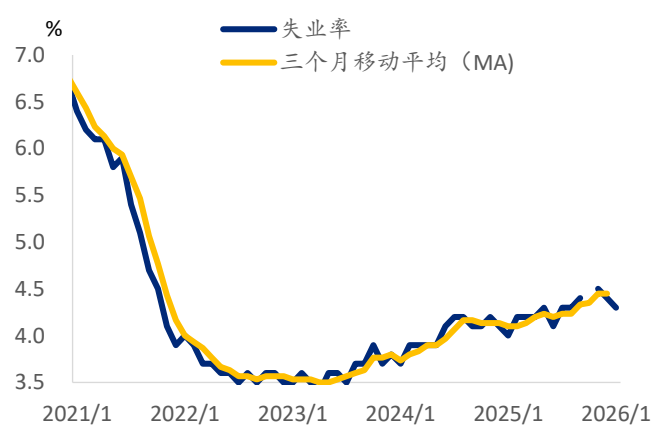
1 月劳动力市场数据好于预期。首先，1 月非农就业人数增加 13 万人，远好于市场预期的 6.5 万人（图表 8）。其次，失业率 1 月继续下滑 0.1 个百分点到 4.3%，亦好于市场预期的 4.4%（图表 9）。再次，平均时薪增速环比显著反弹至 0.405%，但同比增速维持在 3.7% 不变（图表 10）。而从高频的周度领取失业金人数数据来看，2 月前三周的当周初次领取失业金人数波动中略有下滑，而 2 月上半月的持续领取失业金人数则先升再降（图表 11）。此外，我们制作的就业市场热力图显示超过半数的就业指标 1 月边际改善（图表 12）。然而，我们的热力图同时反映去年 1 月是数据表现最为强劲的时候。我们认为今年 1 月就业数据或受季节调整影响较大，就业市场是否已经触底开始复苏仍存疑。

图表 8: 1月新增非农就业人数超预期回升



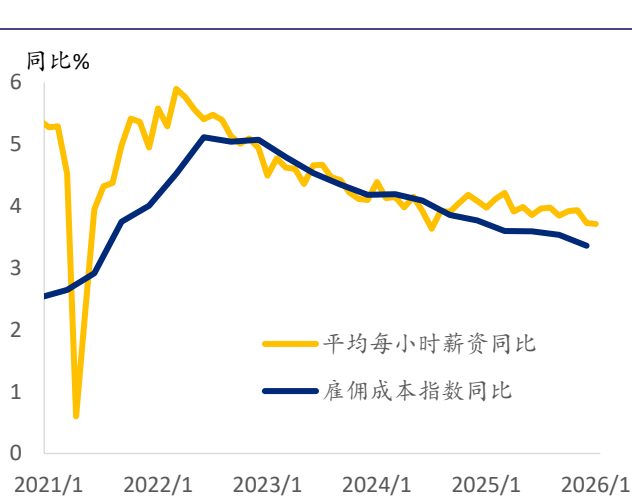
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 9: 1月失业率再下降0.1个百分点到4.3%



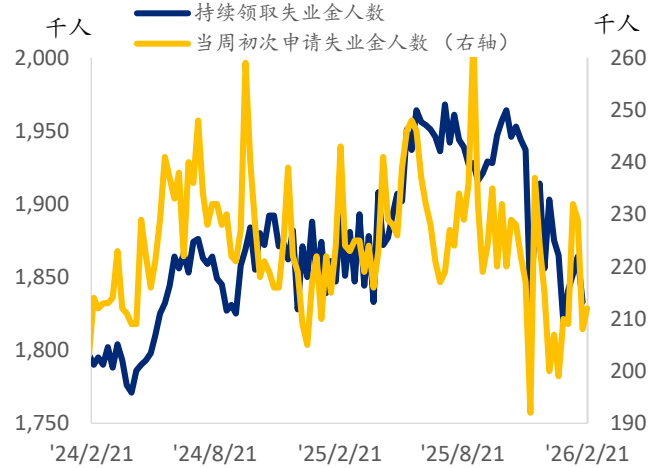
资料来源: CEIC、浦银国际

图表 10: 1月平均时薪同比增速基本维持不变



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 11: 2月前三周的当周初次领取失业金人数略有下滑, 而上半月持续领取失业金人数先升再降



资料来源: CEIC、浦银国际

图表 12: 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	1/2026
非农就业人数	2.06	1.29	-0.12	1.18	0.93	0.21	-0.16	-0.85	-0.05	-1.75	-0.82	-1.06	1.19
非农就业人数: 私人	1.44	0.58	-1.06	0.92	0.69	-0.57	-0.96	-1.41	-0.13	-0.72	0.32	0.27	2.07
非农就业人数: 政府	1.28	1.11	0.85	0.64	0.55	0.81	0.71	0.25	0.06	-1.57	-1.36	-1.62	-0.43
非农雇佣率	0.16	0.73	0.73	1.31	1.31	0.73	-0.42	-1.57	-0.99	-0.42	-0.42	-0.99	#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	-1.35	#N/A
非农就业临时援助服务增长	-0.68	-1.71	-2.09	0.97	0.38	0.99	0.34	0.55	-0.49	-0.25	0.14	0.23	0.92
非农从事兼职比例	-1.29	-0.70	-0.22	0.01	-0.39	-0.78	-0.85	-0.67	-0.53	-0.48	0.81	2.20	1.60
家庭调查中的就业人数: 非农业	2.06	1.29	-0.12	1.18	0.93	0.21	-0.16	-0.85	-0.05	-1.75	-0.82	-1.06	1.19
劳动力参与率	0.67	1.02	1.02	1.02	0.67	-0.04	-1.47	-1.82	-1.11	-0.40	0.67	0.13	0.31
劳动力参与率: 25-54岁	-0.72	-0.72	-0.93	-0.72	-0.93	-0.52	-0.93	-0.31	0.09	0.71	1.01	1.32	1.93
裁员人数	-1.27	-0.36	1.51	1.95	1.33	-0.47	-0.81	-0.88	-0.83	-0.11	-0.22	-0.37	-0.72
失业率	-1.50	-1.50	-1.21	-0.65	-0.37	-0.65	-0.37	-0.37	0.48	0.62	1.47	1.47	1.05
永久失业者比例	-1.35	-1.99	-1.65	-0.85	-0.18	0.18	0.13	0.19	0.67	0.80	0.93	0.88	0.88
平均周度工作小时数	0.63	-0.63	-1.88	0.63	0.63	0.63	-0.63	-0.63	-0.63	-0.63	0.63	0.63	1.88
平均小时收入	-1.81	-1.53	-1.19	-0.95	-0.67	-0.47	-0.18	0.10	0.38	0.69	1.01	1.27	1.54
JOLTS职位空缺增长	0.82	-0.73	-0.20	-0.35	1.04	0.86	0.06	-0.63	1.21	1.06	-0.20	-2.12	#N/A
JOLTS职位空缺/失业人数	1.82	1.36	0.93	0.36	0.43	0.62	0.38	-0.11	-0.32	-0.31	-1.08	-2.25	#N/A
当周初次申请失业金人数	-1.24	-0.88	-0.89	-0.21	0.30	1.37	1.09	0.86	0.48	0.83	-0.06	-0.98	-1.90
CB认为工作机会充足和难以获得工作的差额	1.93	1.86	1.45	0.96	0.53	0.07	-0.16	-0.30	-0.60	-0.66	-0.92	-0.95	-1.25
NFIB增加就业计划	1.84	1.30	0.04	-0.85	-1.39	-1.21	-1.03	-0.49	0.04	0.22	0.94	1.12	1.30
PMI服务业就业指数	1.47	2.08	0.92	0.41	-0.29	0.10	-0.43	-1.24	-1.27	-0.99	-0.57	0.38	0.89
ISM制造业报告: 企业就业率增长	-0.49	-1.57	-0.93	-0.24	0.78	1.81	1.57	-0.73	-0.39	-0.15	0.54	-0.49	-0.20
ISM服务业PMI报告: 企业就业率增长	0.76	1.73	0.85	1.03	0.11	-0.36	-0.78	-1.52	-1.30	-0.93	0.04	0.61	0.52
纽约联储离职预期——失去工作的概率	-2.80	-2.38	0.37	1.16	1.69	0.44	-0.19	-0.45	0.20	-0.09	-0.61	-0.36	0.22
纽约联储求职预期——3个月内找到工作的概率	1.53	1.08	1.22	0.86	0.78	0.55	0.78	-0.13	-0.46	-1.07	-0.69	-1.36	-1.55
WARN通知暗示裁员变化	-1.30	-1.30	-0.57	-0.27	1.17	1.01	0.97	-1.44	-0.95	0.45	1.16	-0.22	#N/A
咨商会就业趋势指数	1.54	1.32	1.13	0.80	0.65	0.60	0.41	0.14	-0.30	-0.60	-1.07	-1.46	-1.63

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)。

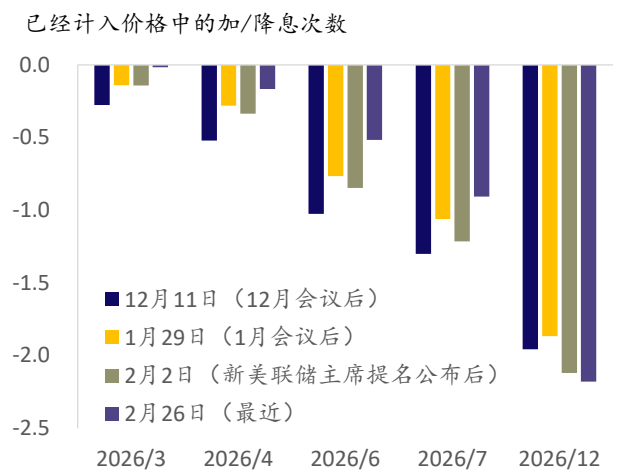
资料来源: 同花顺、Bloomberg、CEIC、浦银国际计算

货币政策展望: 美联储 1 月会议纪要显示分歧加剧, 我们仍维持今年两次各 25 个基点降息的基本预测, 但时点或延后

美联储 1 月会议纪要已于 2 月中旬公布, 较 1 月议息会议后声明和鲍威尔发言略显鹰派。虽然几乎所有美联储官员赞同维持 1 月政策利率不变, 但是在下一步可能发生的情况上存在分歧。相比鲍威尔 1 月在美国联储发布会上表明的下一步至少不是加息, 会议纪要提到个别官员指出“不应排除重新加息的可能性”, 并希望会后声明能更明确体现“利率决策具有双向可能”。

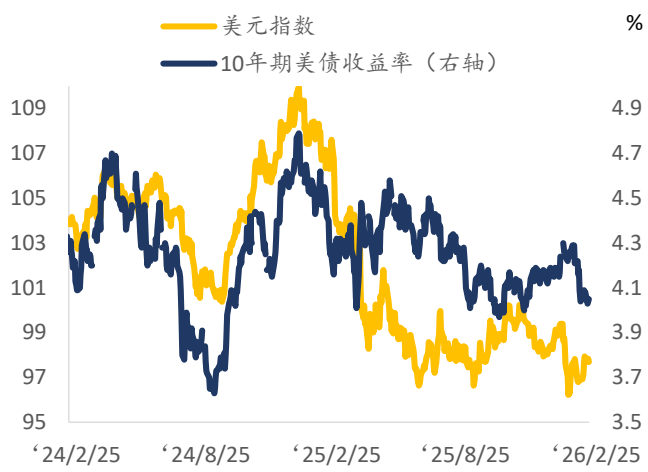
我们认为美联储接下来的 3 月议息会议将继续暂停降息, 但我们仍维持今年两次各 25 个基点降息的基本预测。1 月符合预期的 CPI 数据和好于预期的非农就业数据大幅降低了 3 月降息的可能性。我们认为即便 2 月就业和通胀数据反转, 美联储或也不会因为 2 月单一月份的数据在 3 月降低政策利率 (图表 13)。然而, 我们对就业市场接下来是否能持续改善仍存疑。随着通胀逐渐降温, 潜在的经济动能放缓和劳动力市场的下行趋势或仍将驱动降息。

图表 13: 市场计入的全年美联储降息次数在特朗普提名新任美联储主席之后上升, 但是 3 月降息预期因为 1 月通胀和就业数据的发布而大幅下降



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 14: 此前美元指数连续走弱的趋势在 2 月告一段落



资料来源: CEIC、浦银国际

金融市场展望: 我们依然预计美元指数接下来或呈先抑后扬走势

此前美元指数连续走弱的趋势在 2 月告一段落。截至 2 月 25 日, 美元指数在 2 月已经升值 0.7% (图表 14)。这其中最大的推动力或来自于下一届美联储主席提名的公布。沃什的提名缓解了市场对美联储独立性的担忧。除了支持降息之外, 他支持美联储缩表的偏鹰派倾向亦有利于美元。而特朗普和最高法院就 IEEPA 的关税之争则对金融市场影响不大, 或由于该行动在相当程度上符合市场预期。

我们仍预计接下来美元指数或呈先抑后扬走势。短期内, 虽然近期由于市场情绪不佳导致的美元指数贬值压力已经明显缓解, 但是如果我们的预测是正确的, 美元指数接下来可能还会面临来自经济动能走弱的压力。中期来看, 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, 我们预计美元指数亦会随经济动能的改善而回升。我们维持美元指数点位或从 2025 年底的 98 略微升值到 2026 年底的 100 的基本预测。

附录

图表 15：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2026年2月2日	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？
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日征稅函生效在即，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

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

