

## 乘风破浪，砥砺前行

2023 年以来包括居民收入预期低迷、企业投资信心不足、物价下行、地产修复疲弱以及地方财政乏力等困扰港股的多重因素一直延续至 2024 年。9 月下旬以来政策组合拳超预期发力，有力提振风险偏好，叠加低估值下资金“捡便宜”，港股大盘趁势上行。2024 年港股恒生指数走势先低后高，基本呈现波浪式、震荡式上行的走势。

展望 2025 年，海外“去全球化”和贸易保护主义将加剧中国出口压力，政策有加码刺激内需的必要。由于经济回升基础不稳固，财政刺激加大规模仍是关键。我们预计 2025 年 GDP 增长目标为 5% 左右，新增地方专项债额度提高至 4.5-5.0 万亿，财政赤字率提升至 3.5%-4%。新一轮化债纾缓地方财政压力，地产政策在于改善供求，“以旧换新”仍是消费主线，投资依赖政府部门信用扩张，政策面意在兜底而非强刺激，预计制造业和基建投资继续作为支柱，消费和信贷温和修复，PPI 同比跌幅边际改善。

美国经济增长稳健，服务业 PMI、消费、信贷等数据回升。美联储 2024 年 9 月降息，减弱高利率对经济的抑制作用。特朗普潜在的减税政策或进一步助推经济增长，但 2025 年下半年美国核心 CPI 预计在 3% 左右波动甚至反弹，预计美联储全年降息空间有限，联邦基金利率及 10 年期国债收益率大幅下行的可能性不大。美国资产大概率继续成为全球资金的虹吸池，这将一定程度压抑外资回流港股的意愿。

2025 年港股盈利增长相对海外市场无明显优势，物价下行压力及特朗普潜在对华强硬贸易政策也带来较大的下修风险。若中国缺乏规模超预期的增量财政托举，或难以吸引外资持续性回流。在国内高息“资产荒”背景下，预计内资继续青睐港股优质高息资产。人民币贬值预期、观望政策效用、中美贸易摩擦加剧及美联储降息节奏不明确等因素，均驱使外资或会视港股为“交易性”机会而非“战略性”重要配置，对冲基金及交易性外资或继续捕捉港股短线政策性行情。

全球保护主义使地缘政治风险溢价上升，中国资产估值自 2018 年结构性下移。当前恒生指数预测 PE 回升至 9 倍，风险溢价偏低，2025 年绝对和相对估值的提升空间有限。港股 2025 年或呈现“有波幅无升幅”的走势，捕捉阶段性反弹和结构性机会是港股策略的重点。

基准情况下，预计恒生指数 2025 年盈利增长 5.0%，风险溢价 7.5%，给予 2025 年年底恒生指数的目标价为 20,300 点，全年高低波幅在 16,700 点至 23,500 点。最乐观情况下，若中央财政兜底直接补贴地方政府及居民收入，有力托底地产止跌回稳、刺激通胀回升、扭转居民未来收入和就业预期，我们预计恒生指数 2025 年内有望高见 23,500 点。最悲观情况下，若美国全面提高对华进口商品的关税，叠加对华产业及金融投资限制升级，同时国内政策维持重生产/投资、轻消费的应对政策，恒生指数可能下探至 16,700 点。

策略上关注：1) 高分红稳定资产：国企改革及市值管理新规落地，利好股息率较高、自由现金流较稳定的如公用事业、通信、能源等板块，及部分顺周期的内银及内险；2) 政策刺激下的结构性机会：关注能源电力、交运、环境基础设施、工业等设备更新领域，以及家电、消费电子等消费品更新领域。自主开发 相关科技硬件、云软件等领域有望在“新质生产力”政策支持下跑出；3) 挖掘周期性向上带来 Alpha 回报：消费降级和体验型消费盛行下，利好 OTA 龙头平台。受美国加征关税影响较小、品牌护城河较深、海外收入占比较高的细分行业龙头。此外，关注受益于必选消费韧性的部分业绩稳健且分红能力提升的食品饮料龙头，主打性价比、平价快销且具有成熟品牌力的可选消费股。

结合中泰国际行业分析师的观点，2025 年金股推荐如下：腾讯(700 HK)、小米(1810 HK)、携程(9961 HK)、比亚迪电子(285 HK)、中国联通(762 HK)、昆仑能源(135 HK)、翰森制药(3692 HK)、吉利汽车(175 HK)、万国数据-SW(9698 HK)、中国建筑国际(3311 HK)。

**风险提示：**全球衰退风险加剧、政策效果不及预期、地缘政治冲突恶化

恒生指数走势图



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

### 近期相关报告

20241108 - 更新报告：2024 年 11 月港股市场展望：“靴子落地”后，港股有望实现年末震荡上行的行情

20241008 - 更新报告：2024 年 10 月港股市场展望：港股估值已积极修复，可趁势分阶段适度获利

20240909 - 更新报告：2024 年 9 月港股市场展望：降息窗口已打开，港股升势关键仍在基本面

20240809 - 更新报告：2024 年 8 月港股市场展望：全球避险情绪减退后，港股有望打开上攻空间

### 分析师

颜招骏, CFA

+852 2359 1863

alvin.ngan@ztsc.com.hk

### 助理分析师

陈雅蕙

+852 2359 1858

yahui.chen@ztsc.com.hk

## 目录

2024 年前 11 月港股恒生指数震荡回升.....	5
中国经济料保持温和修复 .....	6
新一轮地方化债为进一步打开财政空间的关键.....	7
地产止跌回稳政策思路在于改善供求，财政加强供给端发力.....	7
消费回升依靠地方财政拉动，“以旧换新”仍是主线.....	8
投资依赖政府部门信用扩张，关注新质生产力等重点投向.....	9
明年上半年或有明显“抢出口”，更加重视产业链安全.....	10
美国经济增长稳健，美联储降息受到约束 .....	11
预计 2025 年恒生指数的盈利增长温和且有潜在再下修风险 .....	17
预期外资仍会以“交易性”机会看待港股 .....	18
港股的估值提升空间不多，给予 2025 年恒生指数的目标价为 20,300 点.....	19
投资主题 .....	21
公司及行业评级定义 .....	23
重要声明 .....	24

## 图表目录

图表 1: 全球主要股市今年 1 至 11 月的表现	5
图表 2: MSCI 系列指数今年 1 至 11 月的表现	5
图表 3: 恒生综合行业分类指数今年 1 至 11 月的表现	5
图表 4: 中国消费者信心处于低谷	6
图表 5: 中国信贷脉冲指数回到 2019 年 1 月以来最低水平	6
图表 6: 名义 GDP 增速连续六季低于实际 GDP 增速	6
图表 7: 中国 10 年期国债收益率跌破 2% 触及历史最低水平	6
图表 8: 2024 年前 10 月地方财政支出累计同比增速偏慢	7
图表 9: 2024 年四季度开启新一轮化债	7
图表 10: 关注房价环比跌幅收窄的持续性	8
图表 11: 居民加杠杆空间和力不足	8
图表 12: 社零三年平均增速修复偏慢	8
图表 13: 物价整体下行压力较大	8
图表 14: 基建投资有望在央地财政共同发力下保持稳健增速	9
图表 15: 设备更新和新质生产力政策支持制造业投资	9
图表 16: 全球制造业景气度修复偏慢	10
图表 17: 美国本轮补库存需求力度暂时较为温和	10
图表 18: 2018 年以来 MSCI 发达市场指数大幅跑赢 MSCI 新兴市场	11
图表 19: MSCI 美国相对 MSCI 新兴市场的 PE 在持续上升	11
图表 20: 1995 年美国软着陆, 资金流入美元	11
图表 21: 2018 年至 2019 年美国软着陆叠加中美贸易摩擦, 资金流入美元	11
图表 22: 美国为首的 G7 综合领先指数持续回升	12
图表 23: 中国消费者信心指数处历史低位	12
图表 24: 美国名义及实际 GDP 增速在略高水平	12
图表 25: 积极的财政赤字率支撑美国经济	12
图表 26: 美国居民债务率偏低	13
图表 27: 降息或激发居民再加杠杆	13
图表 28: 95 年 7 月第一次降息后债息曾短暂反弹	13
图表 29: 98 年 9 月第一次降息后债息升跌后升	13
图表 30: 美国制造业景气在底部反复	14
图表 31: 美国服务业景气度大幅反弹	14
图表 32: 美国各类信贷增速开始回升	14
图表 33: 1995 年美联储降息后贷款增速开始回稳	14
图表 34: 美国个人可支配收入及消费支出的实际同比增速正在回稳	14
图表 35: 美国零售或实现主动补库存	14
图表 36: 职位空缺对应求职人数之比低于 2019 年前水平	15
图表 37: 新领失业救济金人数在低位	15
图表 38: 离职率(%)及裁员率(%)都在低位	15
图表 39: 工资增长继续高于疫情前水平	15
图表 40: 通胀在回落但节奏反复	16
图表 41: 不同环比增速下美国核心 CPI 的预测同比增速	16
图表 42: 经济较有韧性, 降息节奏变得不确定	16
图表 43: 港股的盈利增长相对海外市场没有优势	17
图表 44: MSCI 中国指数的预测盈利增长也低于其他地区	17
图表 45: 恒指的盈利预测在 2018 年至 2019 年间被大幅下修	17
图表 46: 中国 PPI 领先恒指的盈利	17
图表 47: 每当经济数据疲弱倒逼政策预期时, 港股的估值反弹较易被触发	19
图表 48: 恒生指数的估值中枢在下移	19
图表 49: 恒生指数滚动两年风险溢价	19
图表 50: MSCI 中国指数的估值中枢在下移	20
图表 51: MSCI 中国指数滚动两年风险溢价	20
图表 52: 恒生指数相对标普 500 指数的估值长期下移	20
图表 53: MSCI 中国相对 MSCI 新兴市场(中国除外)的估值比也下移	20
图表 54: 恒生综合行业分类指数的盈利增长及估值	20
图表 55: 中泰国际年度推荐组合	21
图表 56: 优质央企推荐组合	22
图表 57: 优质增长股推荐组合	22

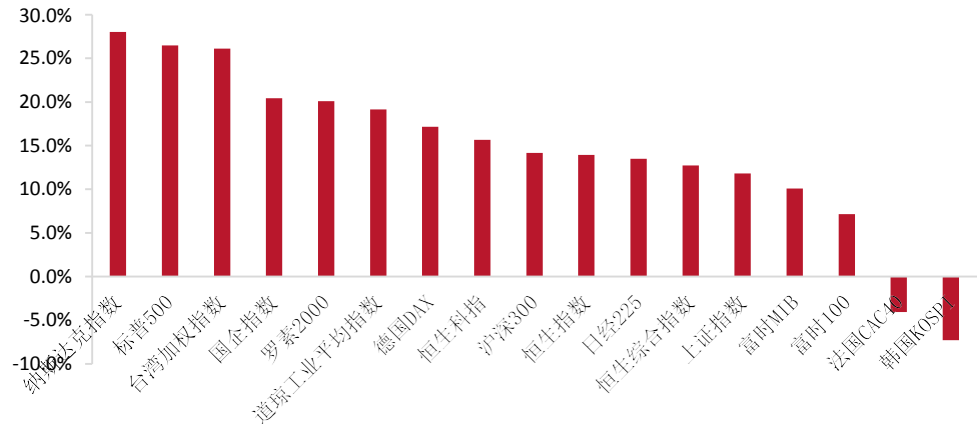
## 2024 年前 11 月港股恒生指数震荡回升

受益于半导体周期扩张带动全球制造业回升，叠加全球主要央行紧缩货币政策转松，全球股市今年 1 至 11 月表现理想，发达市场普遍跑赢新兴市场，MSCI 世界指数、MSCI 发达市场及 MSCI 新兴市场分别上升 20.2%、18.6%及 5.4%。分地区来看，美股表现领涨，台湾地区及港股则随其后。

2023 年以来困扰港股的多重基本面因素一直延续至 2024 年，包括居民收入预期低迷、企业投资信心不足、物价下行、地产修复疲弱以及地方财政乏力等。另一边，美国经济保持相对稳健，美债利率保持高位震荡，中美利差在 9 月美联储降息后进一步扩大，港股流动性持续承压。

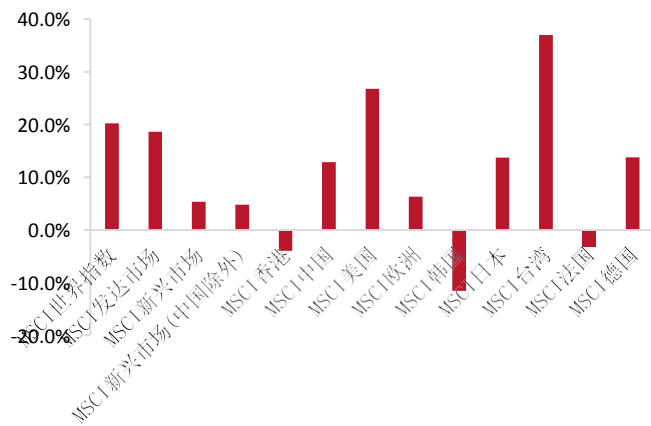
尽管如此，9 月下旬“一行一会一局”宣布一系列政策组合拳，有力提振市场风险偏好，叠加低估值下资金“捡便宜”，港股大盘趁势上行。2024 年港股恒生指数走势先低后高，基本呈现波浪式、震荡向上的走势。今年 1 至 11 月恒生指数上升 12.8%，当中盈利贡献 7.8%，估值贡献 4.6%；恒生科指上升 12.8%，盈利贡献 27.4%，估值贡献-11.5%。在当前 12 月重要政策会议积极政策定调、以及四季度基本面数据有所改善的支撑下，港股大盘在 2024 年有望扭转连跌四年的弱势。

图表 1：全球主要股市今年 1 至 11 月的表现



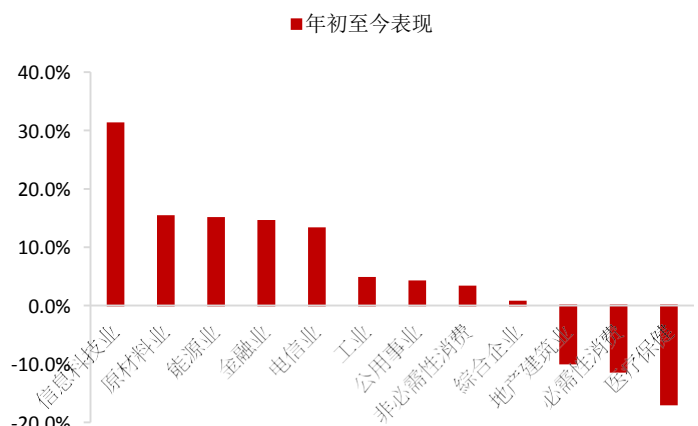
来源：Bloomberg，中泰国际研究部

图表 2：MSCI 系列指数今年 1 至 11 月的表现



来源：Bloomberg，中泰国际研究部

图表 3：恒生综合行业分类指数今年 1 至 11 月的表现



来源：Bloomberg，中泰国际研究部

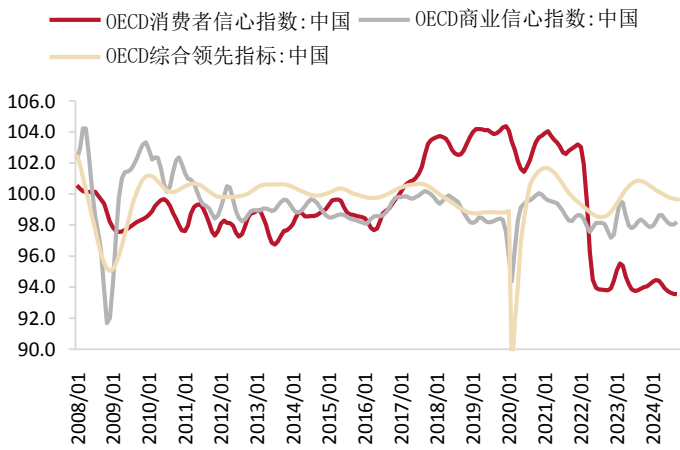
## 中国经济料保持温和修复

2024 年以来，中国经济修复动能持续放缓，房地产负财富效应和高债务收入比拖累居民信贷，企业资本扩张持续放缓。9 月 M1 增速创历史最低水平-7.4%，M1 与 M2 剪刀差走阔，资金传导极不顺畅。在地产和消费的阶段性缺位下，私人部门信用持续萎缩。中国信贷脉冲指数仍徘徊在五年的低位，中国 OECD 消费者信心指数磨底。四季度以来一系列稳增长政策组合拳加速发力，10 月制造业 PMI、出口以及社零均有改善。但是，信贷延续疲弱，物价下行压力仍大，经济修复动能仍不稳固。

展望 2025 年，海外“去全球化”和贸易保护主义大概率重回盛行，中国的出口压力将明显加剧，或进一步倒逼政策加码刺激内需。12 月政治局会议强调“更加积极有为的宏观政策”，释放更主动、更进取的政策取向。“适度宽松的货币政策”和“更加积极的财政政策”的定调下，预计 2025 年降准降息空间至少维持与 2024 年相当，财政刺激加大规模仍是关键。我们预计 2025 年 GDP 增长目标为 5%左右，2025 年新增地方专项债额度或提高至 4.5-5.0 万亿，财政赤字率有望提升至 3.5%-4%。

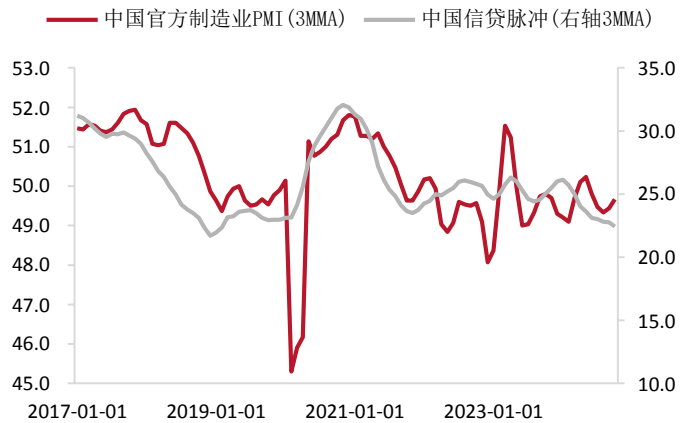
不过，决策层当前明确首要解决地方债和地产两大经济发展掣肘。我们预计，扩内需促消费主要依靠新一轮地方化债逐步释放地方财政的稳增长空间，中央财政则更注重投资端对于拉动经济增长的关键作用，包括“发展与安全”下的供应链安全、两重工程等建设，以及“稳地产”下进一步扩大地产收储规模。在政策面意在兜底而非强刺激的预期下，预计明年制造业和基建投资增长将继续保持支柱作用，消费和信贷的修复则较为温和，PPI 同比跌幅边际改善。

图表 4：中国消费者信心处于低谷



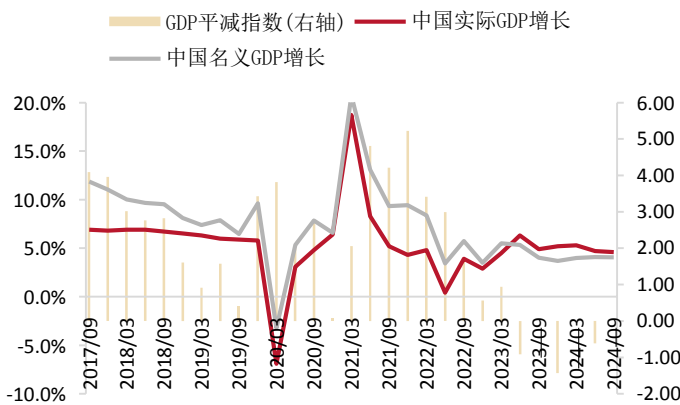
来源：万得、中泰国际研究部

图表 5：中国信贷脉冲指数回到 2019 年 1 月以来最低水平



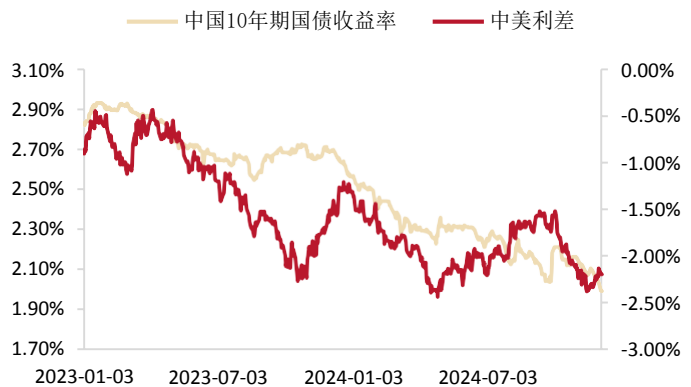
来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 6：名义 GDP 增速连续六季低于实际 GDP 增速



来源：万得、中泰国际研究部

图表 7：中国 10 年期国债收益率跌破 2% 触及历史最低水平

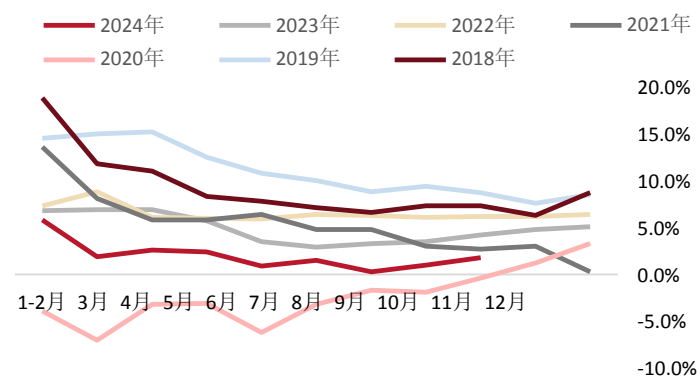


来源：Bloomberg、中泰国际研究部。单位为%。

### 新一轮地方化债为进一步打开财政空间的关键

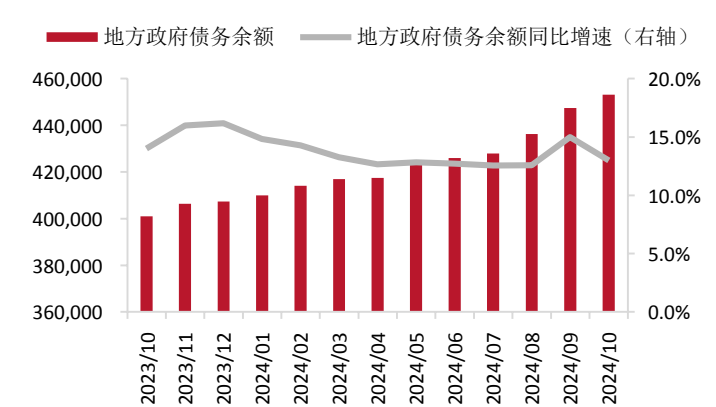
2024 年上半年地方债务发行较慢，一方面受到去年 7 月以来一揽子化债严控新增债务的影响；另一方面，2024 年前三季度税收收入持续下滑，土地收入缺位下，地方财政稳增长的能力和空间不足。四季度以来，财政收入有所改善，财政支出也有所提速。10 月税收单月同比增速年内首次转正，基建为支出增速主要支撑，专项债密集落地推动政府性基金支出大幅增加。但是，截至 10 月的财政收入完成度和财政支出进度分别为 82.6%和 77.6%，均低于过去五年平均水平的 87.1%和 78.1%，财政收支两头承压。过去七年间，2024 年前 10 月地方财政支出累计同比增速仅高于 2020 年疫情特殊期间的异常值。2024 年 9 月地方债累计支付利息首次超过 1 万亿，截至 2024 年 10 月末地方债余额已高达 45.3 万亿元，地方政府偿债压力达到前所未有的高度，后续财政投向化债先行刻不容缓。

图表 8：2024 年前 10 月地方财政支出累计同比增速偏慢



来源：万得、中泰国际研究部

图表 9：2024 年四季度开启新一轮化债



来源：万得、中泰国际研究部。

11 月 8 日，财政部公布新一轮化债部署，化债总规模涉及超过 10 万亿。本轮化债与此前几轮相似，本质上为地方政府债务置换，与市场此前预期的中央“兜底”有差距，但化债思路有了积极转变——包括不新增隐债为“铁律”、主动化解、整体性除险、防风险与促发展并重等。地方举债置换隐性债务，能够更好地降低和约束地方政府的违约风险和道德风险，符合当前重视“防风险”、统筹“发展与安全”的政策基调。预计 2025 年将有 2.8 万亿左右地方债置换，节约 1,200 亿元左右的地方利息支出，有助于缓解短期债务到期压力，但是稳增长仍需要中央进一步释放加杠杆的空间，地方化债后腾挪出的财政空间预计将有的放矢。此外，截至当前城投口径下的地方债已超过 60 万亿元，中长期债务压力仍然较大，能否通过新一轮地方化债盘活地方财政、提升地方自身造血能力，以及中长期央地财税改革的配合尤为关键。

### 地产止跌回稳政策思路在于改善供求，财政加强供给端发力

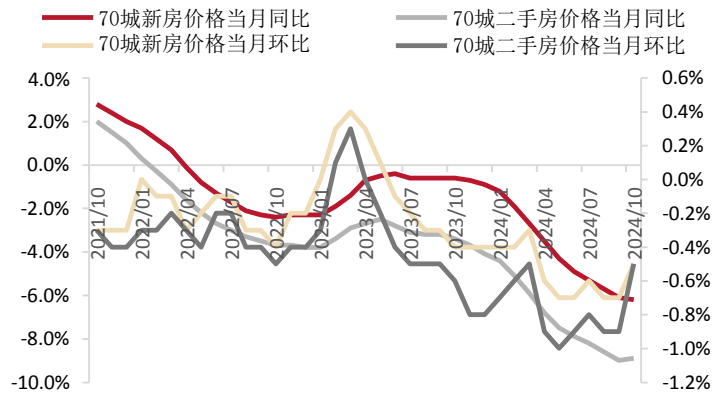
2024 年地产仍在寻底阶段，即便在需求端限制性政策基本退出、降利率降首付等出台后，楼市销售在多轮政策刺激下短暂脉冲后又回落，地产开发投资和新开工面积保持较大跌幅，“强预期”难以扭转“弱现实”，当前地产政策组合拳的强度还不足以持续拉动地产供求关系改善，居民对未来房价预期还未企稳，截至 2024 年前 10 月，70 城新房和二手房价格已经分别连续同比下跌 30 及 33 个月。

政府收储“去库存”是最直接改善供求的方式。2024 年 10 月商品住宅待售面积（竣工待售口径）为 3.75 亿平，以 1-10 月商品住宅均价约 1.03 万元/平计算，当前商品住宅待售货值为 3.86 万亿元，意味着若全部通过收储消化库存所需的财政规模至少在 4 万亿左右。不过，过去一年收储实际进展缓慢，截至 2024 年 Q3，中央下达的 3,000 亿保障性住房再贷款使用进度仅为 5%。高库存城市（三四线城市）与保障性住房高需求城市（一二线城市）之间的供需错配和项目收益成本的平衡是更重要的制约因素。2024 年 10 月，财政部明确允许专项债用于土地储备、收购存量房以及旧改等，财政在地产供给端的发力明显，预计 2025 年至少有 2 万亿元专项债用于以上投向。若收储进展顺利，有望消化 40%左右的已竣工商品住宅

库存。然而针对集中在三四线城市的大量未竣工商品住宅库存，仍需“保交楼”、“白名单”项目贷款持续加大支持力度，保障性住房的建设和完善则需要更长时间见效。

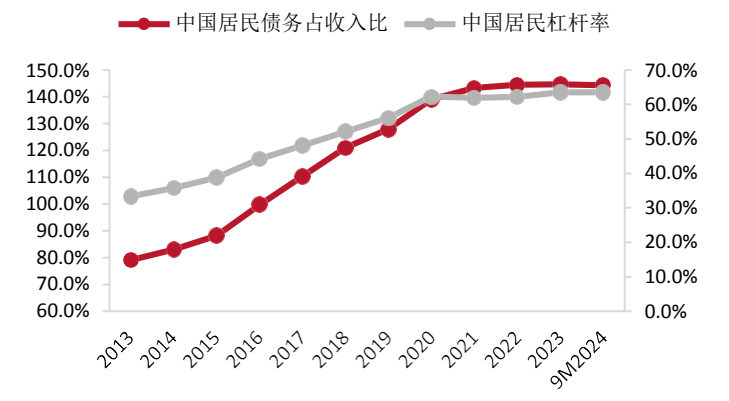
房价的企稳一方面需要供求关系的改善，另一方面也需要居民资产负债表修复预期的改善。当前中国居民债务收入比和杠杆率均处于历史高位，所需不仅是降低购房加杠杆成本，还要提升未来收入预期、降低债务负担、扩大和完善就业等全方位提振居民部门信用的中长期政策。2024年10月一线城市二手住宅价格环比时隔13个月转涨，释放短期积极信号，但房价全面企稳仍需地产供需端政策发力，以及超预期的积极宏观政策扭转预期。

图表 10：关注房价环比跌幅收窄的持续性



来源：万得、中泰国际研究部

图表 11：居民加杠杆空间和和能力不足

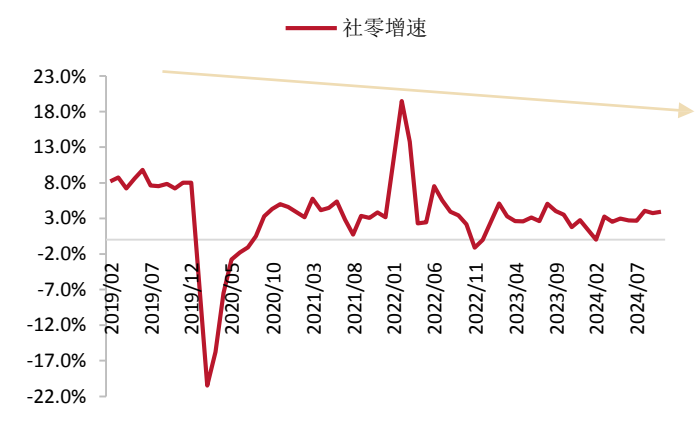


来源：万得、中泰国际研究部。左轴为杠杆率。

**消费回升依靠地方财政拉动，“以旧换新”仍是主线**

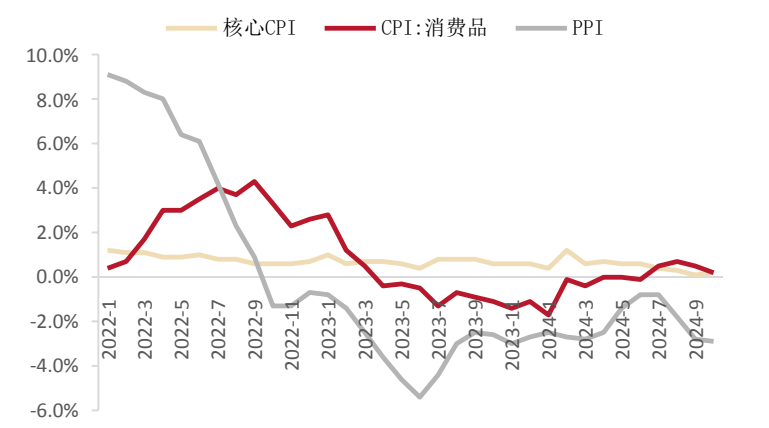
2024年社零总体改善偏慢，9月底以旧换新细则全面出台，短期助力四季度社零转暖，8-10月社零三年平均增速从今年3月以来2%-3%的水平大幅反弹至4%左右。社零消费内部也有分化，化妆品、金银珠宝等可选消费品增长乏力，家具、建材等地产链持续下滑，食品粮油、药品、日用品等必需消费品保持较高增速。不过，尽管在季节性消费旺季和以旧换新政策的支持下社零有阶段性反弹，但是物价整体下行压力不减，2024年以来CPI单月同比增幅保持在1%以下低位徘徊，耐用消费品PPI同比持续阴跌。

图表 12：社零三年平均增速修复偏慢



来源：万得、中泰国际研究部

图表 13：物价整体下行压力较大



来源：万得、中泰国际研究部

展望 2025 年，扩大内需拉动消费主要依靠地方政府发力，而地方政府需要先化债才能腾挪出稳增长促消费的财政空间，消费的信心恢复预计将是较长且较渐近的过程，预计社零继续保持温和增长，进一步扩大“以旧换新”支持规模和范围仍将是消费领域的政策主线。

参考上一轮 2009-2011 年推出主要针对家电、汽车的“以旧换新”政策，消费补贴的拉动作用持续了约 3

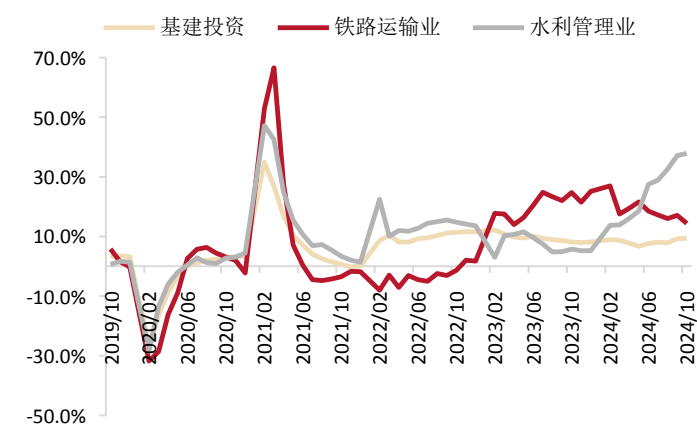
年左右，且当期的杠杆效应大概在 10 倍左右。2009 年 6 月“以旧换新”政策发布后，消费品 CPI 同环比在 2009 年底转涨，耐用消费品 PPI 同比跌幅直至 2010 年 3 月后才明显收窄至接近 0%，政策起效需要至少 6 个月以上。考虑到彼时 2009 年-2011 年，城镇居民人均可支配收入累计同比增速保持在 10%左右，“四万亿”投资计划强劲拉动就业，然而 2024 年人均可支配收入增速已降至 4-5%左右，房地产负财富效应持续，居民对未来就业和收入增长的信心低迷，本轮“以旧换新”补贴带来的提振效果或更为平滑。我们预计，2025 年消费品“以旧换新”相关特别国债支持规模有望保持在 2,000 亿左右（以 2024 年约 0.5%的一般公共财政支出预算类推），按照 3 倍左右的乘数效应（综合 7 月以来各地以旧换新实施情况），有望拉动 2025 年社零同比增长 1.5%左右。若有更大力度的消费补贴、减税降费等短期刺激居民消费意愿和增加居民可支配收入的政策推出，叠加中长期生育养老和医疗保障体系不断完善，才能从根本上提升居民的消费意愿。不过，当消费数据遭遇外部压力冲击或内部循环受阻等影响而超预期失速时，我们仍预计中央财政会出手托底，包括扩大中央承担补贴的范围和比例等。

### 投资依赖政府部门信用扩张，关注新质生产力等重点投向

在私人部门信用修复缓慢的背景下，政府部门的信用扩张将继续成为拉动投资增速的主力。政府债券持续成为 2024 年以来新增社融的重要支柱，2024 年 8 月后地方政府专项债发行大幅提速，叠加中央财政助力大规模设备更新贷款等制造业信贷政策落地，带动基建和制造业保持稳健增长，其中通用设备、专用设备以及计算机等制造业以及交通、铁路、航空等基建投资增速表现领先。

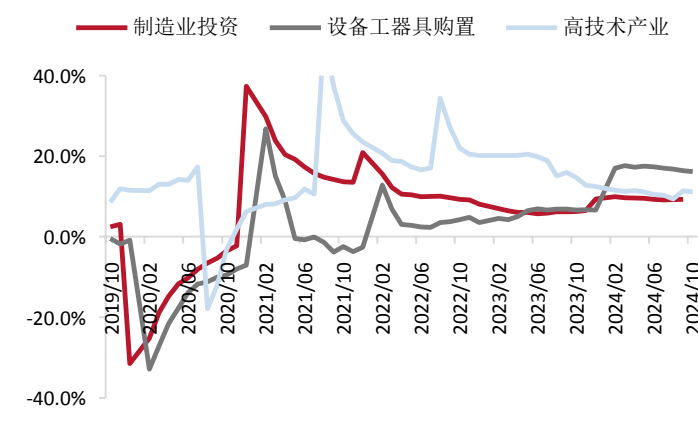
展望 2025 年，中央财政资源将重点倾向新质生产力、“两重”建设、新基建等结构性方向。基建投资在专项债规模扩大、超长期特别国债续发、中央赤字仍有提升空间以及地方债务压力减轻的预期下，有望继续保持高增。2024 年 10 月底发改委已提前下达 2025 年 1,000 亿元“两重”建设项目清单和 1,000 亿元中央预算内投资计划，支持地方投资项目先行开工实施，关注续建基础设施、农业转移人口市民化、高标准农田建设、地下管网建设、城市更新等重点投向。在出口压力加剧的预期下，制造业投资预计更多依赖设备更新、新质生产力等政策支持的结构方向。2024 前 10 月设备工器具购置投资同比增长 16.1%，对投资增长贡献率超过 60%。发改委表示将继续研究加大“两新”的支持力度和范围。总书记喊话“推进中国式现代化，科技要打头阵”，新质生产力方向是重要主线之一。1—10 月高技术产业投资同比增长 9.3%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 8.8%、10.6%。2024 年 4 月设立的 5000 亿科技创新和技术改造再贷款，截至 11 月中旬已发放接近 80%。在财政加大支持规模的预期下，制造业和基建的投资增速有望保持与 2024 年相当的高增水平，并且高技术产业、新基建以及工业、交运、环境、住宅旧改等以旧换新领域在政策支持的拉动下将有望保持更明显的增速。

图表 14：基建投资有望在央地财政共同发力下保持稳健增速



来源：万得、中泰国际研究部。以上为累计同比增速。

图表 15：设备更新和新质生产力政策支持制造业投资



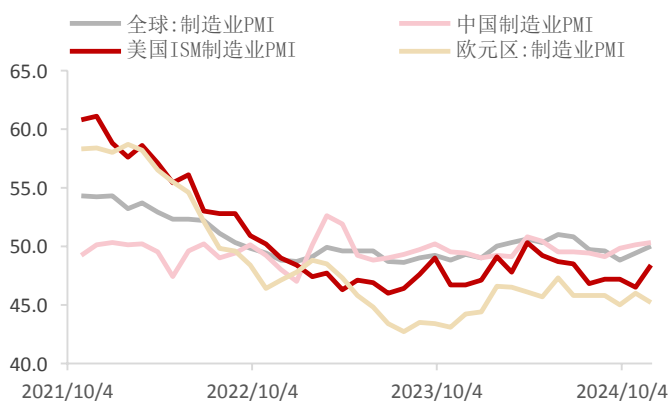
来源：万得、中泰国际研究部。以上为累计同比增速。



### 明年上半年或有明显“抢出口”，更加重视产业链安全

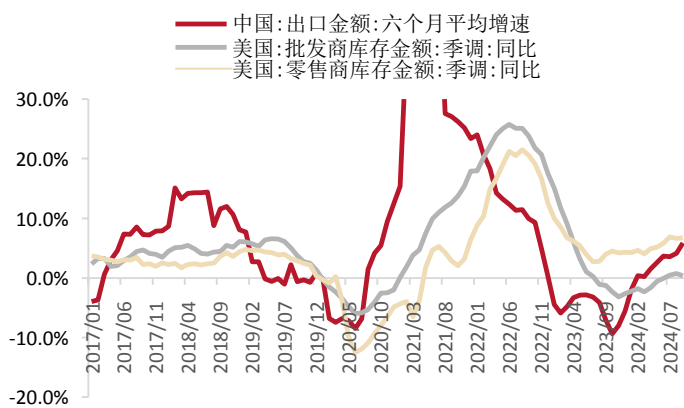
受益于海外开启补库存周期，叠加潜在的高关税促使“抢出口”，2024年中国前三季度净出口对于GDP增长的贡献率达到23.8%左右，较去年同期-17%大幅转正且拉动GDP增长1.1个百分点。四季度出口明显再加力，2024年10月出口两年平均增速达2.6%，为4月以来再度转正。展望2025年，出口节奏或呈现先高后低，在高基数效应、外需有所放缓和贸易保护主义重回盛行的预期下，出口对经济增长的拉动作用会有所减弱。2024年7月后全球制造业景气度转跌持续落入萎缩区间，欧元区制造业景气度持续低迷，美国制造业修复有所反复，本轮补库存周期的力度和持续时间或不及预期。美国消费需求稳健，中东、东盟等新兴市场需求增长均有望为出口带来一定支撑。

图表 16: 全球制造业景气度修复偏慢



来源: WIND、中泰国际研究部

图表 17: 美国本轮补库存需求力度暂时较为温和



来源: WIND、中泰国际研究部

“特朗普 2.0”高关税预期最快有望在二季度起逐步落地，明年上半年中国大概率迎来明显的“抢出口”高峰。若实施对华加征 60%关税叠加对各国征收 10%的普遍性关税，对于中国经济增长的冲击或与上一轮相当甚至超过。尽管 2018 年后中国出口产业链持续转移，中国对美出口货物占整体出口比重已从 2019 年的 17%降至 2023 年的 14%，加征关税带来的直接冲击有所减弱。但是，特朗普已预告上任后将立即对中国商品加征 10%关税，同时对加拿大和墨西哥加征 25%的关税，本轮贸易保护政策对产业链转移以避税的现象更为重视。PIIE（彼得森国际经济研究所）就美国普遍加征 10%关税的测算结果显示，加征关税将拖累 2025 年中国 GDP 增长 0.25 个百分点，至 2028 年下降至 0.08 个百分点后趋于稳定。类似 2018 年中美贸易纷争，港股大盘后续很可能在每一轮谈判、渐进式提高税率以及扩大征税范围之时剧烈震荡，市场走势则取决于中国应对政策的及时性、系统性和力度。

我们预计，在统筹高质量发展和高水平安全的政策基调下，面对潜在的新一轮中美贸易冲突，政策面会更加注重供应链安全、自主可控、自主开发等结构性方向是重点，这也符合二十届三中全会将新质生产力与高质量发展作为“全面建设社会主义现代化国家的首要任务”。参考上一轮特朗普加征关税，预计最先受影响的板块仍是低附加值且美国对华口依赖度较高的纺织服装、轻工制造，后续逐步扩大至电力设备、机械设备、电子产品、家电等领域，而在这其中与内需更紧密的新老基建、旧改、高端制造板块有望展现更好的韧性。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/618054070032007010>