

会议要点

1. 宏观经济形势与政策

- 经济下行压力：关税战对中国经济短期冲击较大，可能使 GDP 增速下降 1.5 - 2 个百分点。
一季度经济超预期因素未来两个季度会退坡，且美国经济衰退风险、全球贸易下降等会间接影响中国，预计 2025 年 GDP 增长面临下行风险，大摩已将预测从 4.5% 下调至 4.2%。
应对政策建议：提出扩内需、走出去、去产能三大对策。扩内需需加码上调财政赤字，额外推出 1 - 1.5 万亿刺激政策，中长期改革财政发展模式，夯实社会保障福利；走出去指企业借助香港上市融资，拓展海外市场；去产能虽面临民企占优势、市场份额分散及路径依赖等困难，但迫在眉睫。政策或分两步走，前置两会确定的 2 万亿广义财政扩张，下半年推出 1 - 1.5 万亿财政扩张，包括消费品以旧换新、服务业定向补贴、加大基建科技及产业投资等。
政策不确定性：中美关税谈判虽有望降低关税，但耗时较长，双方差距大，过程复杂。即便考虑中美接触及中国刺激政策，今年经济增长仍面临下行压力。政策出台节奏存在不确定性，如房地产超常规政策执行过程可能有诸多考量。

2. 股票市场投资策略

- 市场目标价调整：大摩对包括中国市场在内的多个非美国和欧洲市场年底目标价点位做了总体下调。日经指数年底目标价 26000 点，明晟新兴市场指数从 1200 点下调到 1050 点，亚太非日本指数从 560 点下调到 550 点，恒生指数年底目标价 28000 点，明晟中国指数年底目标价 67，沪深 300 指数年底目标价 3830 点。
- 市场配置建议：建议将在中国股市的仓位更多挪到 A 股市场，因 A 股市场自带国内流动性补充、有国家队资金支持、散户对外部环境变化敏感度低，与其他市场关联度低，4 月 2 号后沪深 300 指数已跑赢 MSCI 中国指数近八个百分点。个股配置上，在样板个股组合中保留腾讯、阿里等大盘科技股，剔除贝塔市场波动性联动性过大的中小盘股票。

- 市场触底判断：引入并新增与关税不确定性相关指标的 12 个量化指标框架，目前打分 37 分，距离 60 分满分还有较大距离，认为市场距离触底大规模买入还有相当距离，应保持防御性配置。对中国市场维持中性持有，低配关税敏感度高的台湾和韩国市场，超配印度、新加坡市场，推荐日本市场的内向型经济板块。

3. 行业影响分析

- AI 行业：英伟达 H20 芯片出口中国受限比预期更悲观，中国云服务商前期已大规模采购，储备能满足未来几个月需求，之后可能转向国产芯片，如华为 910B 芯片。虽国产芯片在集群效率上有差距，但不会导致中国 AI 发展大规模改变。中国对芯片算力需求结构改变，推理算力需求占比增加，国产芯片可较好替代。更看重 AI 应用发展，腾讯、阿里是 AI 相关股票的较好标的。
- 金融行业：关税冲击下，制造业不良率预计增加 2.3%，整体贷款压力可承受，通过降低超额拨备能消化不良。贸易争端扩大可能使制造业不良率升至 15% - 16%，也可通过超额拨备消化。银行可有效化解风险，股息率稳定，将投资看法从保险转回银行，调低券商目标价，香港市场在贸易战、金融战背景下具有吸引力。

Q&A

Q：今年 1 月份以来，科创小龙头带动的行情以及中国和西方经济对比下产生的中国港股行情能否持续？

A：自 4 月 2 号加征关税的对等关税实施以来，全球总体投资策略进入偏震荡和偏防御的布局态势，新兴市场难以独善其身。从现在到年底，预测所有市场基本进入相对震荡格局，有一定个位数上升空间但比较有限。主要集中在日本市场和中国 A 股市场。建议把在中国股市的仓位更多挪到 A 股市场，至少在关税及中美双边应对情况不明朗前，该配置措施有效。

Q：上周对哪些市场的目标价位做了下调，具体下调情况如何？

A：对包括日本市场、全球新兴市场、亚太市场和中国市场在内的，所有主要的非美国市场和欧洲市场之外的市场，今年年底（2025 年年底）的目标价位做了总体下调。具体为：日经指数最新目标价到今年年底是 26000 点；明晟新兴市场指数从 1200 点下调到 1050 点；亚太非日本指数从 560 点下调到 550 点；恒生指数今年年底目标价预期是 28000 点；明晟中国指数年底目标价是 67；沪深 300 指数年底目标价是 3830 点。

Q：为什么建议把在中国股市的仓位更多挪到 A 股市场？

A: 在全球地缘政治、关税及其他非关税措施带来不确定性, 国际汇率走势也充满不确定性的情况下, A 股市场相对表现往往优于全球股票市场。原因在于: 它自带国内流动性基本盘补充; 在市场极端动荡时有国家队资金支持; 国内以散户为主的投资者群体对外部环境变化的头条新闻敏感度更低, 在全球主要股票市场里, A 股市场和其他市场的关联度最低。4 月 2 号之后, 沪深 300 指数已跑赢 MSCI 中国指数接近八个百分点。

Q: 建议增加 A 股配置与之前提到的全球投资人对中国科技力量的重新评估以及大盘科技股的优秀表现是否矛盾?

A: 不矛盾。建议把更多资金配置到 A 股更多是基于股票指数、大盘指数走势的判断, 是自上而下的, 考虑了国家队资金支持、国内个人投资者贡献的流动性和基本盘支持以及对外部地缘政治和汇率变化不敏感等因素。而对于以自下而上个股配置为主要操作体系的投资人, 还是要坚信自己对个股的判断。在个股配置上, 没有从选股组合里剔除青睐的大盘科技股, 只是相应增加了更多 A 股配置, 同时剔除了港股或中概股里贝塔市场波动性联动性过大的相对中小盘股票。

Q: 对各市场指数目标价下调, 中国与其他市场下调的原因有何不同?

A: 非中国的全球新兴市场或亚太市场的调整更多基于盈利增长预期的下调; 而对中国指数的下调更多体现在估值上, 对中国盈利预期增长下调不多, 今年只下调了一个百分点, MSCI 中国指数目前仍有 5% 的增长空间。因为关税争端集中在中美之间, 中美未来双边沟通和谈判的不确定性高、时长和进程可能较长, 且存在中概股退市风险、美国投资者投资中国资产标的受限风险等, 中国的风险溢价会重新抬头。但中国去年四季度业绩亮眼, 在全球主要股票市场里仅次于日本, 所以盈利预期下调幅度相对较低。

Q: 如何判断市场是否接近谷底可以择机买入? 目前市场情况如何?

A: 2022 年针对全球新兴市场股市提出了一个包含十个可量化指标的框架, 通过对这些指标实时分析可获得市场接近谷底的提前信号。此次重新引入该框架, 并新增两个与关税不确定性相关的指标。将这 12 个指标进行 60 分满分的综合打分, 目前结果是 37 分, 距离 60 分还有相当大距离, 意味着市场距离触底可大规模买入的关键点还有相当距离, 建议目前保存实力, 进行防御性配置。

Q: 对各市场的配置建议是怎样的?

A: 对中国市场维持中性持有建议, 不因中美博弈减持配置; 着重低配对关税敏感度最高的台湾和韩国市场; 增加配置印度市场, 关注其面向国内市场的板块; 保留对日本市场的推荐, 规避偏外向偏出口产业, 着重配置内向型经济板块如金融板块; 超配新加坡市场, 因其在对等关税框架下关税低且有防御性属性。美股目前处于震荡范围, 标普 500 在 500 - 50500 点之间震荡, 市盈率在 18 倍到 20 倍之间, 短期内不会触底反弹。

Q: 美国对英伟达 H20 出口中国实施新的管制, 这对中国 AI 行业的投资应用会有颠覆性影响吗?

A: 不会有颠覆性影响。从芯片储备看, 年初至今中国几大云服务商已大规模采购英伟达 H20, 有足够几个月的库存。若无法再进口英伟达 H20, 会转向国产芯片, 如华为 910B, 今年中国芯片需求中英伟达和国产芯片可能各占一半, 下半年可能更多炒作华为国产芯片。从性能上看, 单卡计算能力华为芯片可能比 H20 更大, 但大规模集群时带宽受限, 效率会降低, 但不会导致中国整个 AI 发展大规模改变。从需求结构看, 中国对芯片或算力的需求结构已改变, 推理算力占比达百分之八九十, 英伟达芯片在模型训练需求高, 推理需求没那么高, 国产芯片是较好替代。从发展重点看, 中国 AI 发展中应用更重要, 近期 AI 应用有较大发展, 英伟达 H20 出口限制会影响资本支出回报, 但不妨碍中国 AI 应用发展。

Q: 国产芯片与英伟达 H20 在性能方面有多大区别?

A: 单纯从单卡看区别不大, 若用计算能力算, 华为芯片可能比 H20 更大。但大规模集群时, 中间带宽会有较大限制, H20 效率接近之前 A100 的一半, 使用华为芯片效率可能再降低到接近 30%, 对资本支出回报相对较差, 但不会导致中国整个 AI 发展大规模改变。

Q: 分析师相对喜欢哪两个与 AI 相关的中国股票, 原因是什么?

A: 相对喜欢腾讯和阿里。腾讯在 AI 应用方面, 特别是 C 端应用是较好标的, 在不确定性较高的市场上, 腾讯股票一方面有防守性作用, 另一方面也是较好的 AI 标的, 是互联网里的首选。

Q: 关税对金融风险中资产质量有哪些影响?

A: 从对美出口行业来看, 家具、电子产品等行业受影响较大。新增加的不良对工业影响约 2.3%, 一些电子元器件、电子产品原来可能是低风险, 现在可能变为中风险。像家具对美出口占行业总产值 30% 多, 且较难转移到其他国家或转口, 可能变成高风险行业; 电子产品转到越南产业链相对容易, 影响稍小。服装对中国依赖度大, 可通过转口、加价吸收影响, 不会都变成不良和风险。总体而言, 会增加制造业不良率 2.3%。

Q: 贸易战背景下, 中国银行业对工业不良的消化情况如何?

A: 正常情况下, 预计未来三年消化 10% 多的工业不良, 包括过剩不良和外需贸易战造成的不良。中国超额拨备较高, 90 天逾期的不良覆盖率达 250%, 通过三年将其从 250% 降到 200%, 基本能消化当前 10% 的工业不良。较差情况是贸易争端扩大, 制造业不良率可能降至 15% - 16%, 需将超额拨备从 250% 降到 150% 来消化, 类似 2016 - 2020 年国企改革时银行业拨备覆盖率降至约 150% 消化约 25% 制造业不良的情况, 此次过剩没上次严重, 不良率也比上次低。

Q: 当前高风险信贷和产能过剩情况有何变化, 后续有何政策预期?

A: 原来测算到 2023 年底高风险信贷是 7%, 预计 2024 - 2025 年达 10% 左右, 但从去年年中到今年 2 月, 65% 的产业投资增速明显放缓, 30% 的产业利润率走稳。后续预计会出台更多限制过剩产业如光伏、钢铁、化工产能的政策, 理性投资会逐步解决高风险信贷和产能过剩问题。

Q: 地产周期对金融行业有何影响?

A: 过去几年地产周期尤其是二阶导对内需影响大, 地方财政从 2020 年高点 16 万亿降到去年的八点多万亿, 目前已处于可持续状态, 对内需拖累大幅减少, 有利于金融行业集中消化制造业不良。国有大行和大型股份制商业银行地产不良明显放缓下降, 为银行业消化制造业不良腾出空间。

Q: 金融行业在贸易冲击下的业务调整和前景如何?

A: 整体从消化地产不良向消化产业不良切换, 考虑小微不良上升, 成本需上升十几个点或两期, 持平情况下能基本消化产能过剩情况。贷款利率需维持合理位置, 银行贷款发放更理性, 对制造业贷款发放更谨慎, 贷款定价会逐渐对小微制造业高风险贷款趋于市场化定价。银行可有效化解风险, 股息率较稳定。股市相对波动, 国债利率有波动, 投资看法从保险转回银行, 银行更具防御性, 保险长期有更好成长前景。调低券商目标价, 香港市场有吸引力, 中美贸易战、金融战下若 ADR 退市, 流动性回归将支持香港市场交易量上升和企业上市。

Q: 贸易摩擦对经济有什么影响, 相关预期有何调整?

A: 要高度重视这次贸易摩擦带来的对经济下行压力的冲击, 下调了对 GDP 增速的预期, Laura 也下调了对股票的一些点位的预期。

Q: 中国在博弈中占据上风取决于什么, 长期来看有哪些机遇和举措?

A: 中国能否在博弈中占据上风, 取决于关于扩大内需, 加码刺激以及去产能这方面的刺激与改革并举的政策能否迅速出炉。长期来讲, 这是对于美国一枝独秀论、美元资产主导论的去魅的开始。中国要抓住契机, 通过 2025 中国制造上升成 2030 中国市场, 打造一个开放强

大的内需市场对外开放，与此同时增加人民币资产的供给，对内通过夯实社会保障体系的改革来扩大人民币国债的供给，对外鼓励更好的公司去香港市场不断的 IPO 融资上市。

会议实录:

各位投资者朋友，大家上午好，欢迎来到大摩宏观策略谈。昨天因为是赶上了香港和海外市场复活节小长假，所以我们这次也是一反常态。我到了礼拜二上午十点钟来开这个周度的会议。刚刚过去的几天，尽管是香港和海外市场的小长假了，但是我也在北京连轴转，参与了不少体制类或者学术界的研讨，聚焦于接下来中国刺激政策的抉择，美国的贸易战的前景和非常重要的关于对美元主导的国际储备货币体系未来格局的一些想法。那今天呢，我们的标题叫前瞻 zzj 会议和中美格局演绎，也请来了我们的首席策略师 Laura，讲一讲最近我们调整的对股票市场的目标价，以及背后的逻辑框框架。以及我们的经济学家蔡志鹏会讲述一下我们对经历关税冲击之后，中国的刺激政策什么时候出，但是即使考虑刺激政策今年的经济增长有多大的下行压力的一些具体客观的阐述。我们还有两位行业方面的精兵强将，分别是互联网行业的首席 gary 还讲到最近中美不只是关税战，美国对华的出口管制，技术管制也在升级，像英伟达芯片的新限制令，这对我们中国一些头部巨头的 AI 的 capex，未来的人工智能的应用会不会可以产生一些非常颠覆性的影响做出分析。

同样我们金融行业的首席 rit 居然也会过来讲述一下金融业，特别是银行业能否消化掉这次出口下行带来的从坏账到利润这方面的冲击，使得大家更方便投资金融业，这是今天的主题。我先来抛砖引玉，我先讲讲我在北京的这些研讨会上的一些观察和我们的建议。我的一个结论是，最近一个多月全球关注美国的政策变动以及对资本市场的影响，实际上这是一场全球对美元资产和美国经济例外论去魅的开始，这个过程可能会很长，但是它已经开始了。在这个过程中，中国是否能够把握住机遇，相对受益，它是取决于中国国内的刺激政策和改革政策能否迅速出炉才能抓住机遇。所以在一些内部研讨上，我也把我们过去 3 周一直强调的 2030 两个 30 的战略总结为中国市场 2030 战略。

这是一个聚焦强大的内需，大幅对外开放的战略。我们知道上一个中国战略叫中国制造 2025 或者 made in china 2025。当然了取得了很大的成果。但是在全球地缘 zz 格局上，在海外和中国的关系上，也引来了很多不同的意见。这次我们总结的叫中国市场 2030 and open china market 2030。这对 2025 中国制造来讲是一种升级，是一种凤凰涅槃。破茧成蝶可以使得中国取得这次的战略破局。

在讲这个大的前提之前，我想很多人在研讨会上都会问，这场关税战双方的经济受损孰轻孰重？短期内经济冲击对中国还是相当严肃的。尽管长期来讲，它反映了美国从贸易政策上走向了孤立退缩、保守主义。在掺杂着最近美国行政当局在其他的一些地缘 zz 的政策上，经济治理的政策上，甚至金融监管，包括对他的 PBoC 的独立性的政策上的一些不确定性。它带来的就是长久以来美国在全球经济秩序当中的灯塔角色可能逐渐的会衰落一些。

这对美国的冲击长期来讲是更严肃的，也就是我开头提出的这是一场全球对美元资产和美国经济例外论去魅的开始。这从最近几个礼拜屡屡持续的这种美国股债汇三杀的局面就可以看出来。但是从短期冲击来讲，对中国的影响可谓不轻，一定要客观分析，不能淡化它。为什么提这个淡化了？因为我也感觉在参加了北京的种种体制类或者学术界的研讨之际，有一些声音似乎在不断的强调对中国的影响较小，我们可以忍得住，这到底是一个客观的框架和切实的分析得出的结论，还是被目前已经高涨的一些舆论信心妥协之后，有意无意得出的淡化影响的这种结论呢？不得而知。

那我们还是建议要客观认知这个短期冲击不小，要迅速推出政策，毕竟一季度经济超预期那是个老黄历了，不能停留在这个老黄历上。那里面有很多是当时抢出口消费补贴，还有地方发债。今年提前前置了这三个因素，但是未来两个季度这三个因素都会退坡。所以我们一直是建议要快速出炉三大对策，一个就是扩内需，也就是说今年需要加码上调今年的财政赤

字,在已有的基础上再继续额外推出 1 到 1.5 万亿人民币的刺激政策。当然更重要的是中长期要持续性的支持消费的话,要通过改革中国的财政发展模式,推动社会保障福利的夯实,来持久的加速经济向更为平衡的消费驱动、内需驱动去转型。

这是第一扩内需, **第二走出去。这更多的是企业的选择,不是一个官方的选择。**但是,尽管决策层可能更想看到的是大部分的企业家和企业的产业链的各个环节大多数留在国内。但考虑到国际贸易格局的变化,可能最终也是要因势利导。这次不少的企业,我接触到的可能会利用未来一段时间能够在香港上市 IPO,能够在资本市场融资,然后出海走得更深更远。从过去七八年只是在东南亚,将来逐步的到拉美、东欧,甚至更远的一些地方。

从简单的只是过水最后一道工序组装转出口,到变成将来在海外也有一些中国产业链可以掌控的产业链,这是走出去。 **第三是减产能**,减产能中国在 2016 年到 18 年做过一次供给侧减产能的改革。这次表面上看起来难度更高一些。因为这次产能过剩的行业大部分是民企占优势,国企占劣势,而且市场份额是颇为分割的,不像 16 到 18 年国企占主导,市场份额集中,更容易实现兼并收购重组。但是我想更深层次这些减产能的难度的原因,还是过去几十年累积起来的路径依赖。

就是我们供给侧发力的这些政策的支持方向。不管是从高层到地方,高层我们看到基本上还是更愿意把钱投向大项目联众,但是要投向社会保障福利了。那用我参加的这些座谈会、研讨会上,一些体制内之狼专家学者的说法,他们会发现算账就算的比较细算,给老百姓的社保、医保、养老的福利的提升,算账会抠的很细。但是对两种以及大项目以及产能更新改造,通常是更为慷慨一些。这还是过去二十多年累积出来的一个供给侧的发展方式。地方就更为如此,地方 GDP 的考核方式,地方 zf 的政绩的考核方式,更多的都是从招商引资,从供给创造出的出口份额有多少,创造出的工业产值有多少,而不是从当地消费市场以及社会保障福利的改善的角度去衡量政绩。这些发展方式要变化,才能真正的做到减产,但这个也是迫在眉睫了。

因为过去两周我们接触到的从欧洲到亚洲,澳大利亚、日本等等,他们对中国的态度都有所转变,变得肯定比在特朗普 2.0 之前更加友好。但是他们还是有一个最大的悬念,也就是说中国是否能够在未来捍卫全球自由贸易的持续中扮演起更大的作用。大家的一个悬念就是中国的产品去不了美国了,中国的产能过剩,产品过剩的现象会不会进一步的涌向这些别的国家。欧亚的其他国家觉得大家更加痛苦,那就需要我们真正的做到,可能需要做内需,走出去去捡产能,来实现一个发展方式的转变。这是我们提的三大对策。

所以综上所述,这个短期冲击对中国经济影响还是非常大。很多智能的压力测试似乎有一些淡化了,冲击多少都指向了我们能够承受得起的这些结论。这里面有多少是被目前比较高涨的所谓网络舆论的信心给裹挟,有多少是真正的提前有了结论的命题作文,我们不得而知。但我想还是得以一个客观的框架和切实的测算来判断这个问题。后面我们蔡志鹏博士也会去具体的分析。

因为关税我们可以用中国出口的价格弹性来测算对美国的出口会下跌多少的直接效应。再叠加美国经济有一定的衰退风险,以及引发全球贸易下降产生的对中国的间接影响。因为美国是一个进口国,对全球各国的贸易和需求都会产生影响,进而进一步的影响到中国。第三轮则是传导到中国的出口行业的就业收入以及投资对我们的产生的第三轮的传导效率,这些都算在之内。可能对 GDP 的冲击高达 1.5 到 2 个百分点,是不可小觑的。

当然在这个过程中,很多人会关心,接下来别的国家是否能迅速的跟美国达成协议?这也是很多投资者对中国格外担忧的原因,担心枪打出头鸟,最后只有对中国的关税维持高企,别的国家迅速取得了妥协和协议,关税被取消了。这里面我还是试图给大家展示一些客观的研究结论。

大部分的国家跟美国未来两三个月的谈判都不会一帆风顺。一小部分在地缘 zz 战略上**极度依赖美国**的国家，你像墨西哥，你像日韩，你像跟美国有特殊的在战略意义上的互为倚仗关系的印度，他们可能会跟美国在短期内达成一些协议。但是**即便是这些国家，特别是日韩，他们也不会因为跟美国达成协议来对中国进行排他性，日本他也不会宣布对中国加关税，这是我们通过各方面的渠道以及我们的日本经济学家团队对日本政策的理解。**也就是说，即便地缘 zz 上非常依赖美国的短期有望跟他达成协议的国家，也不会形成一个去故意排斥中国，对中国产品不断的要加码关税的协议，这是第一类国家。

第二类国家则是欧洲，欧洲会据理力争，摆事实讲道理，他们也比较擅长谈判。在看到了整个服务贸易对美国有大量逆差之后，我相信欧洲**不会迅速的妥协。**这样就造成他们跟美国的谈判之间有诸多的不确定性。关税水平的降低不是一帆风顺。最终就是**东南亚很多对美国的贸易顺差非常高的国家。**大家看我们这个表格也可以看到，他们**要把对美国的贸易顺差短期降下来难上加难。**所以最终他们面临的关税的妥协的难度，未来的这些不断反复上升的风险，也是几类国家中相对比较高的那这就显示了很难短期到短期内看到所有国家跟美国达成一致协议，挽救全球经济，挽救美国经济。所以对中国经济的第二轮的影响，全球贸易的下行对我们的冲击也是存在的。

当然很多投资者在这个复活节小长假之前的几天，也纷纷打电话给我们的宏观经济团队，说看到了摩根斯 Stanley 大摩也写到一些前瞻，认为美国和中国还是有希望达成协议的。我想大家仔细看了我们的报告也会理解，我们**确实认为美国、中国都希望达成一项全面协议，但是由于涉及到太多的问题，双方之间在这方面的差距比较大，讨论会非常复杂，需要相当长的时间才能完成，那启动谈判的路径呢，可能在未来一两个月就能看到。**我觉得现在呢，相互升级、以牙还牙的阶段已经暂时告一段落了，就可以作为未来一个月逐步开始接触和谈判的基础。

我们的假设是，这种关税谈判的路径，一旦谈判开始了，美国对中国产品的加权平均的关税可能到了今年二季度末，就是六月底的时候就有所降低了。特别是这一轮双方以牙还牙，在 4 月 2 日解放日之后，额外加上来的相互仿制的这部分关税，相当一部分可能到了六月底之后会有望下行或取消。**但是更多的关税的下行还要等到今年的下半年，尤其是可能要等到今年四季度末了。**我们觉得到了那个时候，双方在不断的商谈之后，缩小双方在各种问题上认知上的差距。

有望到今年年底之前，四季度末把关税水平逐步的下调，下调到什么位置呢？可能还是加权平均起来，有 40 到 50 之间调到这个水平。当然了，他如果在豁免一些产品，也许最终平均的实质性的关税比这个 40 到 50 要略低一些。但是很难回到特朗普 2.0 之前最低的这些水平。也就是说中美双方我们相信未来会谈谈，也是有助于这些关税水平渐进的降低，但它耗时会比较长。总的来讲，关税跟特朗普 2.0 之前比起来还是有显著的增加了。这就是为什么即便考虑到未来中美之间的接触，以及中国会推出的这些额外的 1 到 1.5 万亿的刺激政策，我们今年的经济增长还是面临比较明确的下行压力。那这个还是要客观看待的。

当然我想这里面中国已经看到了立即已经出台的政策，卓有成效的，而不是针对经济基本面的刺激政策。这个待会志鹏博士也会讲到，可能还是要等到今这周的 zzj 会议定一个基调。但是**出炉额外的刺激政策也许还是今年下半年，但是已经出炉已经卓有成效的，实际上是重视股市的政策。**这可能反映了决策层认为在当前中美贸易博弈甚至金融博弈的局面之下，股市会被作为一个显性的指标来对比中美之间的韧性强度。因此希望中国的股市表现相对来讲不差。但是目前采取的政策主要是通过国家队托市的方式，他当然对 A 股的稳定起了较大的作用。后面我们 A 也会具体的阐述。

但是我接触到的海外的投资者很多多多少少有些迷茫。因为觉得这些托市的国家队的举措，并不是针对基本面上的消费刺激等等，他还是取决于如何看待国家队的操作方式。对于很多

海外投资者来讲有门槛。所以尽管 A 股市场得到了一定的支撑,但是成交量是逐渐萎缩了一些的。

但我也接触到的广大的内地投资者给了我一个很有意思的回答。相对来讲,他们认为港股市场的方向更为明晰,他没有直接受到国家队的提振。但是**港股似乎符合三个大方向。将来无论是中国是否能够出台刺激政策对冲关税的冲击,还是我刚才讲到的中长期美国一枝独秀论趣味的开始,美元在全球储备货币体系中的绝对主导地位的逐步的退坡,香港市场有特殊受益的因素。**

去年 9 月份在预判了要打破通缩的政策转向之际,我们也做出了三个把脉的判断。就是港股它可以支持新智生产力,它有科技公司,港股它可以给老百姓以回报,它有真正的红利的分享的概念。仿古也是地缘 zz 的缓冲,有内资和外资在里面的交汇。当外资最近有些迷茫,在 d gross 降低风险的是北水南下,内部对这块的青睐程度才会上升,起到了一个补充的作用。所以我想这是很有意思的一个特点。

国内投资者他并不是所谓的受到了国家队政策引导的政治任务来投港股。从他们自身的视角就是认为值得配置港股。也是未来来讲,可能全球如果认清了中国长期的科创的潜力,在这种美国例外论一枝独秀论逐步去魅的过程中,他们想更为有效的投资人民币资产,也许也会更多的考虑港股。所以最终我们在各个内部的讨论上提出的中国市场 2030 战略,就是要抓住。

现在大家已经担心是一个美元主导的储备货币体系退坡的开始,是一个美国经济一枝独秀论趣味的开始,大家可以怎么办?很显然了,对于海外的很多主权基金、养老金人,各种 PBoC 来说,他可能更愿意鸡蛋不放在一个篮子里面,多配一些欧元资产、日元资产,多配一些黄金,所以黄金当然也涨的很好了。大家也开始对亚洲的一些债券市场更感兴趣,但是大家往往对配中国的资产,目前还没有特别明显的流入,那中国能怎么办呢?我想中国的决策层,他自己的主权基金,自己的 PBoC 没有办法直接配人民币资产。但是间接上它可以去增加人民币资产的供给,来使得中国可以把握好这次美元主导论、美国经济例外论。

去年的开始,中国的战略机遇的显现。比如说我们提到的中国可以多发人民币的国债,用来做好社会保障体系的夯实扩内需。同时可以多批港股 IPO 的上市,让更好的企业可以在香港上市。之后,不管是投中国的科技还是走出去,这些都是更有效的增加人民币资产的供给。当然了,我想这里面就要结合我们提到的 2030 中国市场的策略要宣布了。通过夯实社会保障体系,改革我们的财政转型,使得未来五年中国的内需消费市场能够增加 30%。

而且这 30%的内需消费市场的增量是对全世界除了美国以外的国家都开放的。在这个过程中,未来五年逐步的把对外关税降到 0,对外资企业和中国民营企业的市场准入降到 0,对补贴降到 0。最后一条是最艰难的,因为补贴我们在过去三周也反复的强调,连最好的新能源汽车公司都有历史上遗留得到的各种补贴,更何况一些竞争力相对差的地方上的国企。那如果能够理清这种思路,减到零补贴,也是抓住下一阶段 2025 中国制造凤凰涅槃,为 2030 中国市场抓住这次战略机遇期的最好的选择。这是我们对最近一段时间跟体制内外交流的一些建议和结论的观察。接下来我把时间交给蔡志鹏博士,来客观理性的**分析一下对中国经济的下行压力以及刺激政策的预判**。谢谢。

好的,感谢罗宾总。我们的宏观团队在前两周的周一宏观策略团中已经不断的提示我们,今年的 2025 年 GDP 增长是面临着下行的风险。我们在上周二也是正式的把今年的 GDP 增长的预测从 4.5 下调到了 4.2。相比之前 4.5 这个预测,这期间发生了一些变化,或者是纳入了一些假设。包括超预期的对等关税,以及后续的一些以牙还牙的升级。同时也纳入一些后续的一些缓和,包括美国对于一些其他国家的 90 天的关税暂缓,电子类产品的豁免,包括中美可能之后也会逐步的削减以牙还牙的这一部分的关税升级。当然了,即使考虑了这些后续的缓缓和的措施,可能也会额外的给 GDP 带来 90 个点的拖累。

而我们在在政策方面的假设，是预计就像罗斌总刚才说的，额外 1.1 至 1.5 万亿的这个对冲，能够提供 60 个点的支持。所以说 net net 90 个点的一个拖累，60 个点的对冲下降了 0.3 个百分点，看似不大。但是这一是考虑到了政策对冲，二是从季度的轨迹来看，一季度开门红 5.4，但是这个增速到了四季度可能会跌到 3.7 甚至更低的水平。

这是一个 1.7 个百分点以上的一个下滑，还是非常可观的那在这样的一个增长轨迹的预测之下，有一个比较重要的假设，就是刚才 Robin 总也提到的，因为理性和面子因素导致的以牙还牙的关税升级，可能会逐步的缓和。这当然是一个比较低确信度的假设，但是我们看到双方可能都是有一定的意愿去进行部分的缓和。那从中方来看，一直以来的一个官方一个表态是可以对话，但是对话必须在相互尊重的基础之上，以和平平等的方式进行。而在美方看来或者说在美方的角度，无论是相关媒体报道的特朗普内部不同派系之间的拉扯，还是金融市场的一些反馈，可能都是意味着之前翻手为云覆手为雨的谈判策略可能也到了一种极限。那在一些契机之下也能够得到一定的纠偏。

那最终双方会以何种方式开启接触，我们并没有很明确的猜想。包括一些相对低级别的官员的一些互通，一些沟通，也不会有公开的报道。但是最终可能比如说通过第三方的撮合等等。在双方开始接触的过程中，先暂缓一些不可持续的当前三位数的一些高关税，或者有一些定向的豁免，这还是有的一定可能性的。但就像之前所说的这是一个比较低确信度的假设。中美双方目前而言还是处在一个所谓的懦夫博弈当中，谁先妥协谁就被认为是小鬼，甚至在后续的谈判中可能处于一个不利的位置，因此可能我们觉得各自还是有一个比较强的惯性去维持一个对抗性的姿态。即使部分的关税能够缓和，但最终关税的落脚点可能仍是处在 40% 到 51% 个比较高的水平。因此基于这样的一个关税的假设，我们觉得贸易对于 GDP 的累计的冲击可能仍然在 1.5 个百分点以上。

这里面特别要提到的就是可能 90 天的一个对等关税的暂缓，引发的转口贸易可能提供的缓冲在我看来可能是比较有限的。这样的这个缓冲期或者是一个窗口期，可能更多的是利用好现有的框架完成在手的订单。前置一部分可能下半年的一些订单，但是在短期内巨大的不确定性之下，不太可能继续的给当前的框架添砖加瓦。加大对外投资，深化产业链的合作，去规避关税，更何况从投资到产能的形成也是需要时间的。因此可能这个额外的转口贸易的窗口期提供的缓冲是比较有限的那在关税的冲击之下，我们觉得毫无疑问对国内经济的冲击还是非常明显的。一是加重通缩的螺旋，包括对于产能利用率的压制。当前一会儿 Richard 可能也会提到，中国 zf 正在逐步的增加对于产能合理化的一个诉求，或者说是一个执行。但是在巨大的关税面前会加重 PPI 的通缩，从而使得产能调整的难度可能是呈几何程度的上升。

因为产能投资也是现在的一个总需求，产能投资的削减也代表着总需求的一个削弱，进一步到了就业市场。其实根据商务部官方的公开的一个测算，在 2022 年，当时表态是 1.8 亿的就业和是由出口直接或间接带动的。因此这么大的一个外贸的一个冲击，对于就业的压力也是非常大的那今年考虑到可能整体的劳动力的供给仍然压力非常大，所以说在这样大的一个就业冲击之下，工资下行的压力也会增加。工资和物价下行的一个罗旋，继续深化，继续强化的这个可能性也在上升。

从一些软数据我们也可以看到，经济的这个走势开始出现了一些明显的边际的变化。这和美国经济也是有类似之处，包括前两天出炉的新兴市场的一个不是新兴产业的一个 EPMI 在环比是大幅的下滑。即使经过了季节性调整，也是处在一个当前周期的一个新低。根据我们 f voice 的调研，我们可以看到在 4 到 4 月 8 至 11 月 11 号进行的这一轮调研之中，大家对于接下来六个月经济前景的判断，觉得经济会恶化的比重，可能也是在这个调研开始开启之后，是处在新高。因此软数据也是开始明显的走软，这也是为什么我们觉得不应该低估关税对于中国经济的影响。并且政策应该一是有提供有效的对冲，二可能还是需要尽早的推出。

当然我们对于政策的一个假设可能还是相对的比较的保守谨慎。我们觉得还是分两步走。第一步是前置 3 月会议确定的 2 万亿的广义财政的扩张。而后续是在以托底为思路的大的背景之下，见机形式维持灵活性。我们觉得可能在下半年会推出 1 至 1.5 万亿的财政扩张。当然了，这里包括这里宣布的十点，可能也未必需要等到 7 月底的 zzj 会议，因为形势比人强。如果 5 月 6 月的经济数据的确恶化的比较快，那我们可以从去年 9 月的这个经验可以看到，他也可以临时召开一次与经济议题相关的一个 zzj 会议，因此也未必需要等到 7 月底。

这个正增量政策主要有哪些？我们前期也提的比较的详细了。这里简单的带过包括消费品以旧换新的扩容和额度的扩张，包括对服务业的一些定向补贴。最后是加大对基建科技以及产业方面的投资。当然最近问的比较多的可能还是房地产，特别是小作文可能也比较多。在这里可能还是给大家提供一个框架。我们觉得房地产方面可能常规的政策已经是基本上应出尽出了。剩下的超常规的政策就是由 zf 出资去弥补当前收储政策中的一些缺口，特别是合理的收购价格和市市场价之间的一个差额。

虽然说政策突破现行框架的整个方向是比较明确的，但是我们还是觉得在决定包括执行的过程中，可能会有很多的考量，未必能够非常顺利。这里包括如果对于一些人口净流出的城市进行收储，那么 zf 就需要前承担前期资源错配的损失，并且有可能引发或者强化一些现行的一些错配。那如果是作用于人口净流入的城市，那它会有一些非常强的信号作用。

在当前资产荒的大背景之下，是不是会引发局部的一些地产投资的一些热情，特别是在一些一线城市，我们看到其实供需已经经过了在三四年的一个比较大的调整之下，已经比较的平衡了。可能在经过几个季度的调整，整体的这个库存月会比较接近历史的均值，会比较基本的到位。因此我想整体我觉得就是在这个房地产政策突破当前框架的这个过程中，可能还是有很多的考量的。但我想如果因为经济下行引发了房地产和宏观之间出现一种新的下行的罗旋，那我觉得整体的政策突破现行的框架还是有比较大的机会的那最后谈一下结构性的政策。刚才 Robin 总也提到了，所谓的中国经济需要在外需市场的不确定性大幅增加的情况下，需要让国内的经济朝消费再平衡。最近这样的讨论也是非常的广泛。我们觉得促进中长期消费内需最重要的抓手，可能还是充实当前严重割裂并且非常不均衡的社保体系，从而降低当前家庭部门非常高的储蓄率。但是对于社保体系改革的一个比较中性的理性的预期，可能还是一个比较渐进的结构性改革。当前广义 zf 的债务占 GDP 的比重已经超过了 100%，而人口老龄化的这个趋势还是想继续的恶化。那么在这两个大前提之下，社保体系的改革和经济的转型其实是硬币的一个正反面，特别是当前所谓现收现付的一个养老金体系。由于老龄抚养比的潜在的快速的恶化，那到了 2035 年之后，它潜在的缺口可能高达 5 万亿甚至更高的一个级别，是需要依靠财政的补贴去填补的。在这个缺口之下，再额外的提高农民工，包括农民的一些社保福利的一些开支。

钱从哪里来是一个核心的问题。那我们觉得是需要把钱或者说资源从相对低效的投资中转移过来。那这就意味着在居民部门渐进的降低储蓄率的过程之中，建设投资等快速作用于 GDP 的这些经济的活动，可能会受到比较快的立竿见影的一些影响。

这就意味着整体经济的或者说财政管理模式的一个转型，包括不再拘泥于每年制定一个增长目标，再再通过调整投资去尽力达成这个目标。这样的长达数十年的这样一个经济的管理的体制或者说机制可能需要改变。因此虽然说社保的体系的改革在中长期可能会达成一个比较良性的均衡，包括一个温和的实际的 GDP 的增速，良性的 GDP 的平减，指数消费占 GDP 比重上升，投资回报率开始企稳回升。但是在这个转型的过程中，可能还是会引发一些短期的挑战。因此对于充实社保体系去促进经济的转型，我们觉得它还是一个长期的过程，可能不会是一个短期经济去承托经济的一个重要抓手。那在短期，特别是在贸易战的一个压力之下一些传统意义上的基建的投资，包括加快产业方面的一些设为了更新，可能还是一个重要的抓手。我们觉得可能接下来在下半年可能推出的 1 万亿到 1.5 万亿的这一个财政的一个

package 之中, 投资可能还是占其中的一个大头。对, 那我就先介绍到这里, 把时间交还给 Robin。

股票策略:

好, 谢谢志鹏。既有一些对未来的长期改革的建议, 但是也有对短期立竿见影的要对冲关税影响提出的一些比较可能更切合实际的预测。但是在这个过程中, 我们的策略团队也是下调了对包括中国股票在内的一些市场点位的预期。我想大家都很关注到底从今年 1 月份开始, 随着这些科创小龙带动的行情, 以及中国和西方的经济对比过程, 中东稳西荡产生的中国港股的这些行情, 现在是否能持续下来。我们接下来把时间交给 Laura 来具体的阐述。

感谢 Robin 总, 今天又回来和大家做一下我们策略的最新的分享。上周我们也是对我们整体的投资观点进行了一个比较重大的调整。正如罗斌总刚才介绍的, 我们对**包括日本市场、全球新兴市场、亚太市场和中国市场所在在内的, 所有的主要的非美国市场和欧洲市场之外的这些市场, 今年年底 2025 年年底的目标价点位做了一个总体的下调**。其实这个并不是单独对新兴市场所有针对性的一个动作, 包括刚才罗斌总和我们的蔡志鹏博士也都已经介绍了。我们上周也对中国整体的 GDP 增长做了一个下调。包括我们的亚洲经济学家 treating air 也对整体亚洲的经济增速今年的预去做了一个下调。包括我们的日本经济学家, 也对我们日本今年和明年的 GDP 增速做了一个下调。包括上周我们美国的经济学家, 也对美国今年和明年的 GDP 增速做了一个下调。还有全球比方说对我们日元, 对美元的这样的一个外汇的预期做了一系列的调整。

所以大家可以看到, 自从 4 月 2 号这个解放日对等关税实施以来, 其实全球总体的投资策略, 我们都是进入了一个偏震荡和偏防御的, 这样的总体的布局的态势。这里面我们新兴市场当然是不可能独善其身。因为大家知道**新兴市场作为一个整体的市场来看, 它对外和经贸的这样的一个依赖度相对来讲是非常之高的**。

而且**新兴市场的货币往往在有关税争端的时候, 它的货币首当其冲会受到一系列的冲击**。这样也是对它的股票走势有一定程度的负面影响。所以这一次应该说是我们全球宏观团队对今年和明年的一系列的总体增长走势做了下调的预期和一系列的这样的汇率预期做了调整之后, 我们这个是一个顺理成章的一个过程。

那这里我给大家先分享一下, 我们最新的目标价。那关注日本股市的同同学们, 我这里分享一下就是我们的日经指数, 最新的目标价到今年年底是 2600 点。那明晟新兴市场指数, 在今年年底我们是从 1200 点下调到了 1050 点, 亚太非日本指数是从 560 点下调到了 550 点。我们最新的恒生指数今年年底的目标价预期是 28000 点, 还有我们的名胜中国指数, 我们最新的年底目标价是 67, 还有我们的沪深 300 指数, 年底的目标价是 3830 点。所以大家可以看到整体的这样的一个调整可以看出来从现在到年底, 我们更多预测所有的市场都基本上进入一个相对震荡的格局。那这里边还有一定程度的, 个位数的这样的一个上升空间, 其实也是比较有限的。主要集中在两个市场, 一个是日本市场, 还有一个是我们中国的 A 股市场。我们也是在 4 月 2 号之后及时做出了一个配置的调整, 就是**建议大家把在中国股市的仓位更多的挪到 A 股市场**。

刚才罗斌总也提到了, A 股市场它本身也是我们之前多年的观点。就是说在有全球地缘 zz, 包括关税, 包括一系列其他非关税的措施带来很多不确定性的情况下, 还有包括国际的这个汇率走势充满不确定性的情况下, 我们 A 股市场相对的表现往往会优越于全球股票市场。这是因为它自带基本盘这样的一个国内流动性的一个补充, 还有一个他的在政在市场一些波动性出现极端动荡的情况下, 我们有一个国家队的资金支持。再有一个就是说国内的以散户为主的一个比较主要的投资者群体。它相对来讲对一些外部环境的变化的这种头条新闻, 它敏感度会更低一些。所以我们看到在全球所有的主要股票市场里, **A 股市场和其他市场的关联度是最为低的**。

这里也再跟大家重新做一次强调。从 4 月 2 号之后,我们也看到沪深 300 指数已经跑赢了明晟中国指数接近八个百分点。所以我们觉得这样的一个配置策略,至少在目前确定性和清晰度,关于关税,关于中美双方的一系列接下来来的双边的应对还不是非常明朗之前,我们觉得这样的一个总体指数层面的配置措施还是行之有效的。

在过去这几个星期,在自从我们建议大家对 A 股进行增加配置之后,有很多投资人过来问我说我之前也跟大家提到了一些,比方说有 deep sick 带来的全球投资人对中国科技力量的一个重新评估。还有我们看到的有一些这种大盘科技股,它本身从投研,然后从自身的这样的一个企业自救行为,还有提高股本股东回报的一系列的这些这种表现上,都是做的非常优秀的。但是是不是我们的这样的一个建议是自相矛盾?这里我要给大家讲一个清楚的阐述一下。这里面的它的一个逻辑就是说当我们讲建议大家把更多的资金配置到 A 股的时候,我们更多讲的是一个股票指数,也就是说大盘指数走势上的一个判断。就是我才讲的,比方说通过沪深 300 和民生指数,或者是沪深三百和恒生指数这样的一个对应关系,或者是说我们的这个上证指数和整体的恒生指数的一个对应关系。更多的是基于一个自上而下,比方说国家队的资金支持,包括国内的这样的以个人投资者为每日成交量主要贡献者的这样的一个流动性和基本盘的支持。还有一个刚才我们讲的对外部的一些地缘 zz 和汇率的变化不敏感。在这样的一个全球动荡的大环境下,它反而是一个凸显出来的优势。这个更多的是在大盘指数点位的层面去做的一个判断。

但是如果对于从自下而上以自下而上个股配置为主要操作体系的这样的投资人,你们更多的还是要坚信自己对个股的一个判断。我这里给大家讲一下,我们从具体的我们投资的建议的操作,我们进行了一些什么样的调整。一个是刚才说在指数层面,我们建议大家在两个市场不同的布局的比重会进行一些调整。而且这个在指数层面的表现,4 月 2 号之后已经充分体现了我们的判断的正确性。

但是我们在我们过去很多年一直,我们是维护的一个我们叫 hang on china focus list。就是说我们的是中国股市加上中国内地股市,加香港股市这样总体的一个我们的一个样板个股。这个选股组合里面,像一些我们非常青睐的这个大盘科技股,比方说像腾讯,像巴巴,我们并没有从我们的这个股票池里面剔除,我们只是相应的增加了一些更多的 A 股配置。同时在我们之前配股配置的港股或者是这种中概股里面,把这种贝塔市场这种波动性的联动性过于巨大的,一些相对中小盘的股票进行了一个剔除。所以大家可以看到,这是一个个股的配置的选择和一个指数层面的总体仓位的这样的一个管理,他们之间是不矛盾的,所以这是第一点。

然后讲一下我们刚才说了总体的指数层面,我们都做了一个下调。那这里面很多主要的调整,尤其是在非中国的这种全球新兴市场或者是亚太市场里面的。它的调整更多的是基于一个盈利预期的盈增长预期的下调。但是**我们对中国的盈利预期增长,其实下调的并不多,只有一个百分点**。比方说今年我们只下调了一个百分点。名胜中国指数目前我们是看还是有 5% 的一个增长空间的。

为什么这样讲呢?我们是觉得**对中国股市的这样的一个影响,它主是主要体现在一个对中国股市的风险溢价的一个评估**。因为大家走到这一步已经看得很清楚了。目前这样的一个关税的争端,更多的是集中在中美两个大国之间进行。而且对于中美之间的未来可能产生的一系列的的双边的沟通也好,或者是说是谈判也好,它的**不确定性是最高的**。它的整体的一个时长和它的这个战程,他可有可能拉的是一个最长的。在这样的一个前提下,包括一系列非关税的措施。

像上周我们给大家充分阐述的中概股是不是有重新推提出来的退市的风险,或者是针对美国投资者投资中国一系列的不同的资产标的,是不是有一些接下来被禁止或者是说被限制的风险。针对这样一系列的风险,在目前的这个状况下,它中国的风险溢价会重新抬头。所以对

中国指数的一个下调,我们更多体现在是一个估值的上面。但是对所有其他的这些股票市场估值当然有相应的下调。但是更多的下调是集中在一个基于基本面恶化所产生的对盈利增长预期的一个下调。

那中国的盈利增长预期,我们之前在几周前的分享中也讲过。其实去年四季度的这个业绩期,中国交出来的成绩单是非常亮眼的。在全球主要的股票市场里是仅次于日本,比新兴市场,非中国的其他市场和欧洲市场。包括一系列的这种主要的新兴市场,台湾、韩国等等。其实中国的成绩单都是非常亮眼的。在这样的一个情况下,所以我们对中国整体的盈利预期进一步下调,我们认为有空间,但是可能相对于前期一些预期打的比较满的,这样的一些市场的下调,我们下调的幅度是比较低的。

再一个,因为**目前整体全球我刚才讲到了所有的投资的不同类别的资产都进入了一个偏防御这样的偏现金保存**,然后偏保存实力的这样的一个过程。当然我们在采取一个偏防御偏保守的一个投资策略的同时,我们接下来要思考的一个**问题就是什么时候这个过程基本上可以走完**。或者是说我们认为我们会处在一个更舒适的位置,可以考虑重新的入场,或者是提升我们的风险偏好,增加我们对股票市场的一个配置。

这里面我提醒大家,我们在 2022 年,针对全球的这个新兴市场的股市,曾经提出了一个框架。**这里面有十个不同的我们追踪的一些可以量化的指标**。通过对这些量化指标的实时的分析,我们觉得可以给我们充分的一些提前的信号,让我们判断市场是不是逐渐接近一个谷底。可以让我们去开始考虑 by the deep,就是说低入低处买入的这样的一个策略。

这一次我们又重新,上一次我们介绍这个框架的时候是 2022 年的下半年,2022 年的秋季。当时大家可能也记得是美联储快速加息去到了一个接近尾声的阶段。当时我们也是认为已经这个时机逐渐趋于成熟,去让我们思考什么时候这样的一个股市调整会基本上到位,可以让我们重新择机买入。

我们当时引入了一个十个指标,比方说包括看美元是不是已经触触顶触顶回落,然后包括比方说对美联储的政策预期,是不是开始已经发生一个方向性的变话。包括像市场对企业盈利增长的预期,是不是已经进入了一个投降式的这种 capitulation,这样的一个飞速下调的阶段。通过所有的这十个指标的综合考量去进行一个判断。这一次我们又重新把这十个指标的这样的一个框架引入。同时在这个基础上我们又新增加的两个指标,是关于和关税不确定性相关的一系列指标。这里面我不给大家展开过多的详细解释,欢迎大家参与我们的一个报告。

但总体最终的结论是什么呢?就是说我们这个 12 个指标,**最终我们是做了一个 60 分的满分的这样的一个总和。目前我们对这 12 个指标总体打分的结果是,它现在是差不多是 37 分的这样的一个位置**。应该这样讲,37 分距离 60 分还有相当大的距离。也就是说我们认为市场距离触底去可以择机大规模的买入的这样的一个关键点,还有相当的距离。所以希望大家目前还是更多的去保存实力,进行一个更为防御性的这样的一个配置。

我们对中国市场本身的配置的建议没有改变。我们认为中国仍然是一个中性持有的这样的一个位置。不会因为目前中美双方的这样的一个角力和博弈,而对中国进行进一步的配置减持。反而我们认为大家应该着重去低配的是对关税敏感度最高的两个市场,一个是台湾,一个是韩国。

然后另外在目前的这样的一个抗风险抗波动性的一个大环境下,我们建议大家增加配置的是印度市场。印度市场是我们长期以来一个比较关键性的一个超配的市场,大家应该是知道的。但是着重去关注印度市场里面这样面对国内市场的这样的一些板块,同时我们也是日本市场的对日本市场的推荐,我们仍然是保留的。但是一定要注意日本的这种偏外向偏出口的产业一定要规避。更多的是去着重于它的一个内向型经济,包括像金融资金金融板块这样的一些板块去进行配置。

还有一个我们**建议大家超配的一个市场，就是新加坡市场**。基于它本身的一个在对等关税的框架下，它的关税是非常之低。另外它本身也是有一定的防御性属性，在过去历次的的一个周期里面都证明了的，主要是这样的一个配置建议。全球这里也给大家稍微带一句，就是说刚才讲到全球配置都是进入一个防御性的阶段。

包括像我们美股，目前我的同事 Michael Wilson 美国的策略师，他认为**美股在目前的这个阶段也是处在一个震荡的范围。也就是标普 500 会在 5000 到 5000 点之间震荡**。从估值的角度就是 18 倍到 20 倍的市盈率之间。因为他认为目前有不同的因子在向两个方向去去拉扯这样的一个市场。

相对好的一点就是说从二阶导数的属性来讲。我们现在看到美国的这个总统和他的智囊团整个一个团队还是展现出了一定的这样的灵活度，在这个关税对市场造成巨大冲击的前提下，会愿意去增加一些灵活度。比方说去增加一些 90 天的缓冲期等等。这是阿尔阶导数上看出相对变好的一面。但是同时我们现在看到美国的整体收益率环境还是相对比较高企。美国的联储目前接下来他的货币政策的态度还不是很明朗。

还有一个就是基本面，我们过去已经好几个月一直强调的就是说美股它目前的盈利预期调整的走势，是全球股票市场里面最为恶化的一个市场。所以有不同的力量向两边去拉扯美股市场。所以造成短期我们美股也并不会认为它有一个触底反弹的一个迹象，仍然是一个震荡的格局。所以目前基本上我们的这个判断是如我刚才所介绍，目前把时间再交还给邢总，谢谢。