

顺势而为

文/东方红资产管理 权益研究团队

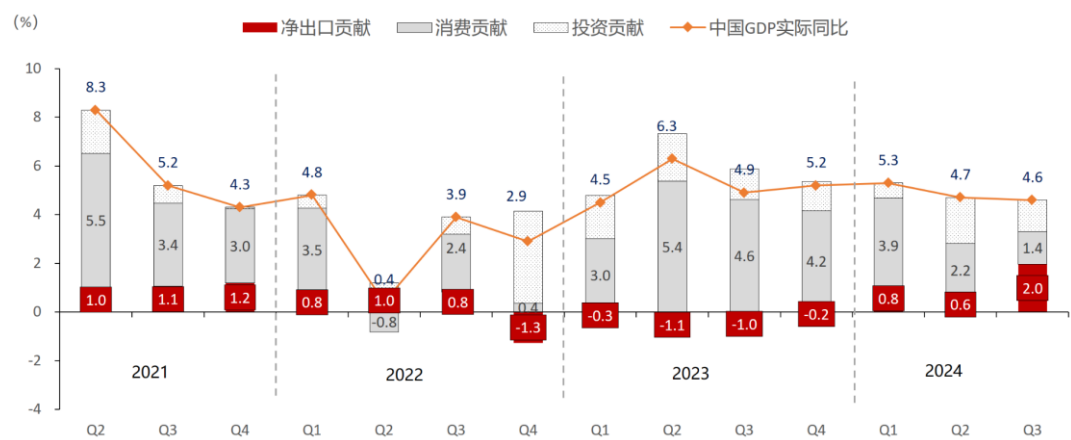
摘 要

- 1. 中国经济的驱动力从外需转向内需。**2025 年外部环境的不确定性加大，出口有放缓风险，内需的重要性上升。参考前两轮中国出口负增长时均出台大规模刺激政策，为防范化解外部冲击，政策端将更加积极有为，预计 2025 年中国经济的驱动力可能由外需转向内需。2025 年国内宏观的关键词将是“财政发力，内需企稳”，财政发力的三大方向为消费、化债、地产，可能带来的影响有：（1）地产调整已接近尾声，逐步具备止跌回稳的条件；（2）房价企稳带动资产负债表修复，叠加政策刺激，推动消费增速回升；（3）供需缺口收窄，物价合理回升，名义 GDP 改善。
- 2. 政策支持下，A 股有修复空间。**2025 年宽货币+宽财政的环境下，大类资产配置有望进入对股票更有利的环境。本轮政策刺激中，资本市场是提振信心的重要抓手。过去 5 年 A 股年均复合回报率明显低于同期名义 GDP 复合增速，在政策支持下，有修复空间。股市回报逐步走向稳定且可预期，有望吸引居民财富再配置，“存款搬家”可能成为股市的增量资金来源。站在主动管理规模共计 5 万亿的机构投资者视角，基于静态市盈率来看股票不算便宜，但站在拥有 26 万亿持仓规模的个人投资者视角，目前 A 股市值与居民存款的比例处于低位。从政策感知到效果确认，A 股在稳增长周期通常会经历“政策底→市场底→盈利底”的过程，目前理论上或大概率处于“市场底→盈利底”阶段，股价领先于基本面，“盈利底”的领先指标（社融、PPI 等）尚未出现拐点。盈利底左侧，主线偏向于政策刺激的板块；但基本面出现改善信号后，成长板块的胜率开始提升，尤其是产业趋势将决定中长期板块选择。从全球流动性来看，美联储进入降息周期后，价值转成长的拐点隐现，预计渐进式降息依然是美联储政策操作的思路，中期来看成长风格可能占优。
- 3. 风险与不确定性：**政策不及预期风险，美国全面加征关税风险。

一、宏观经济

中国经济的驱动力从外需转向内需。2024 年中国经济增长主要依靠净出口拉动：如果将中国经济增长的引擎分为外需和内需，受益于全球需求的恢复性复苏，2024 年净出口由 2023 年的拖累转为拉动。但中国内需增长放缓，主要体现为消费增长的放缓。即使投资在财政的助力下有所扩张，但仍未抵消消费增速下滑的拖累。展望 2025 年，固本平外忧，出口有放缓风险，内需的重要性上升。

图：2024 年中国经济增长主要依靠出口



数据来源：Wind，东方红资产管理

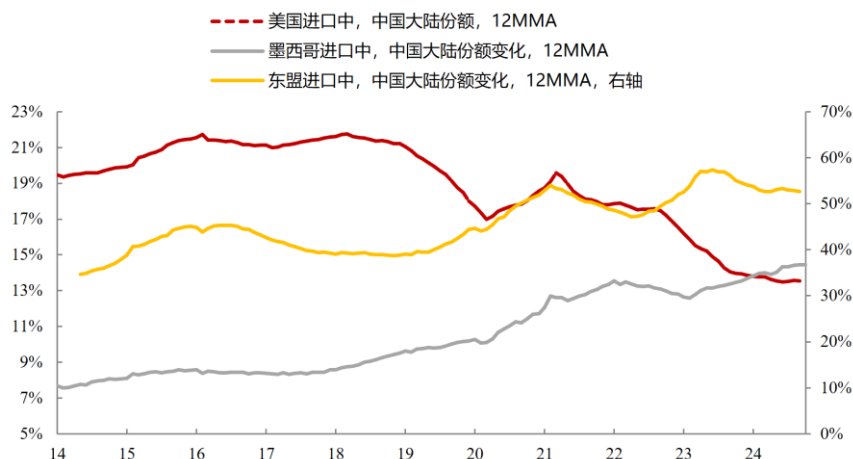
美国加征关税后，全球贸易需求面临放缓压力。加征关税本质上增加了交易的摩擦成本，成本上升可能导致需求放缓。历史上较为极端的案例是大萧条期间，贸易保护使得全球贸易量在 1929 年到 1933 年间降幅达 25%，其中接近 50%的降幅是由贸易保护导致的。2018 年，特朗普加征关税之后，全球贸易增速也出现明显走弱。

特朗普 2.0 普征关税，进一步对中国“绕道”出口可能形成冲击。特朗普当选之后，已发布多条声明，除直接对华征关税以外，还声称将对加拿大、墨西哥征收 25%的关税，对试图使用非美货币的经济体征收 100%关税。这意味着 2018 年之后，中国通过墨西哥、东盟等经济体“绕道”向美国出口的模式，可能也会受到冲击。

图：特朗普 1.0 时期，加征关税后全球需求放缓



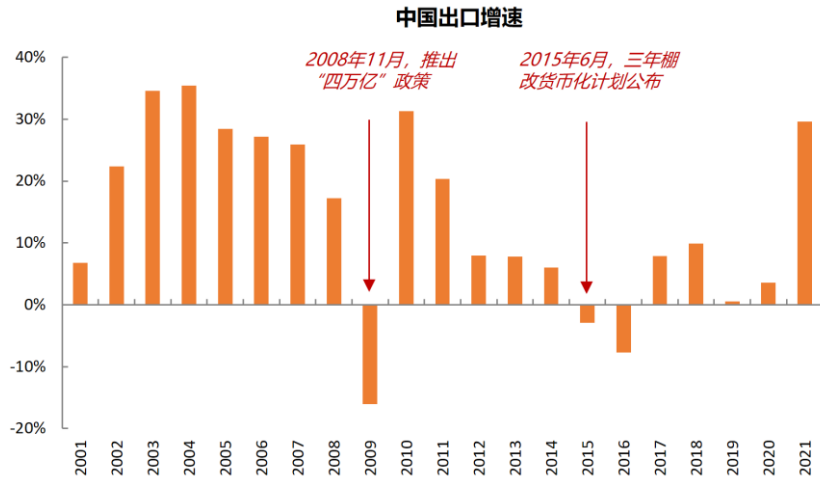
图：特朗普 2.0 可能进一步对中国通过“绕道”出口美国形成冲击



数据来源：“Trade Barrier and the Collapse of World Trade During the Great Depression”，Wind，东方红资产管理

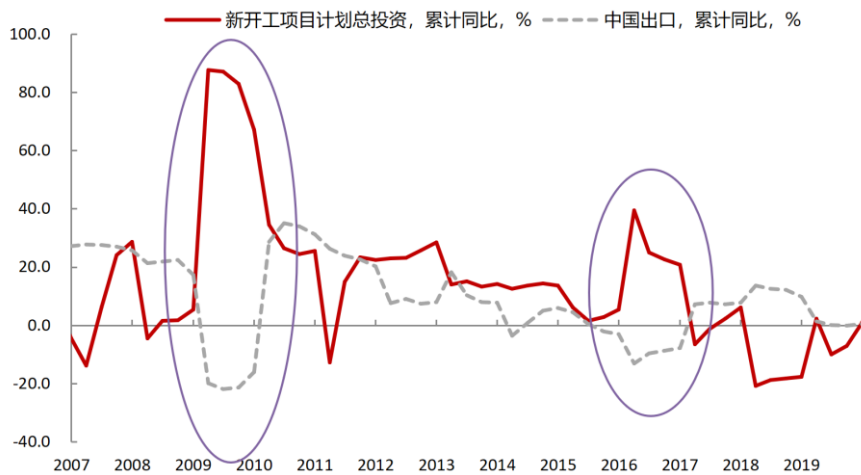
2008-2019 年间，两轮中国出口负增长时中国出台大规模刺激政策。2008-2009 年，受全球金融危机冲击，国内出口负增长。2008 年 1 月，中国政府推出“四万亿”政策。2015-2016 年，受油价暴跌、美元升值影响，新兴市场经济大幅放缓并向欧美等发达经济体传导，中国在 2015 年 6 月制订并公布“三年棚改货币化计划”，并创设 PSL 支持棚改货币化。同时，中国还推出 PPP 计划，推动地方政府投资增长。如果外需压力大于预期，2025 年中国出口增长可能由正转负，内需对冲政策进一步加码的可能性上升。

图：前两轮中国出口负增长时，中国出台大规模刺激政策



数据来源：Wind，东方红资产管理

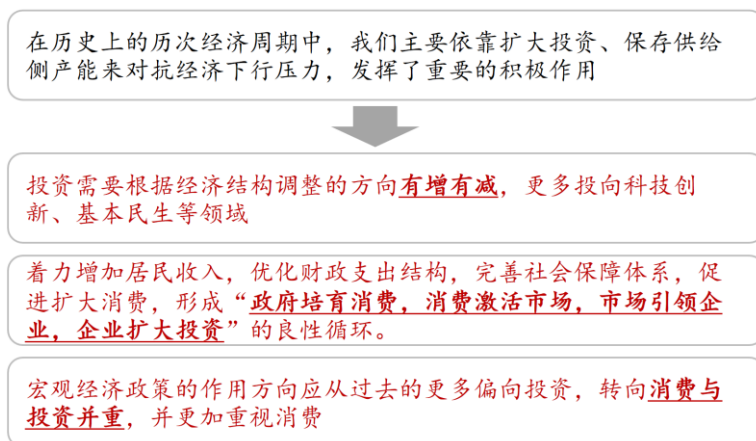
图：2008-2009 年、2015-2016 年政府主导的新开工投资大幅上升



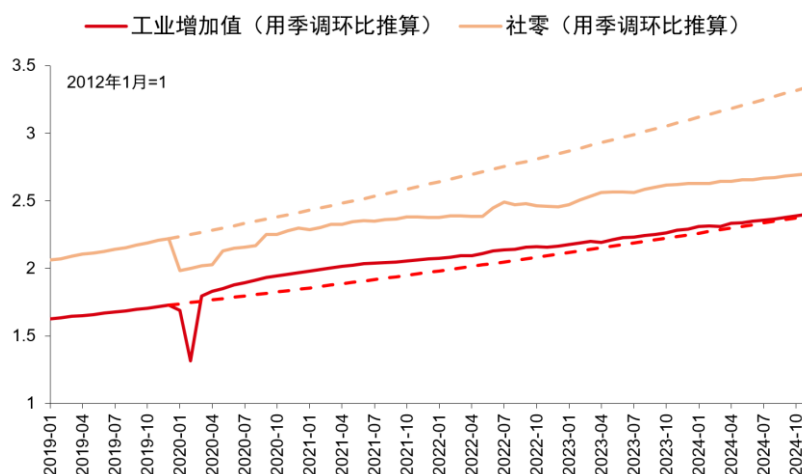
数据来源：Wind，东方红资产管理

2025 年政策三大方向：消费、化债、地产。消费方面，中央经济工作会议指出“实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级”。化债方面，当前已推出的化债空间包括 6 万亿新增债务限额+4 万亿专项债支持，累计 10 万亿规模。地产方面，去年 9 月 26 日中央政治局会议提出，要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量。

图：央行行长指出，政策由此前“扩大投资”转向“消费与投资并重”



图：2020 年之后，生产高于此前趋势值，消费弱于此前趋势值

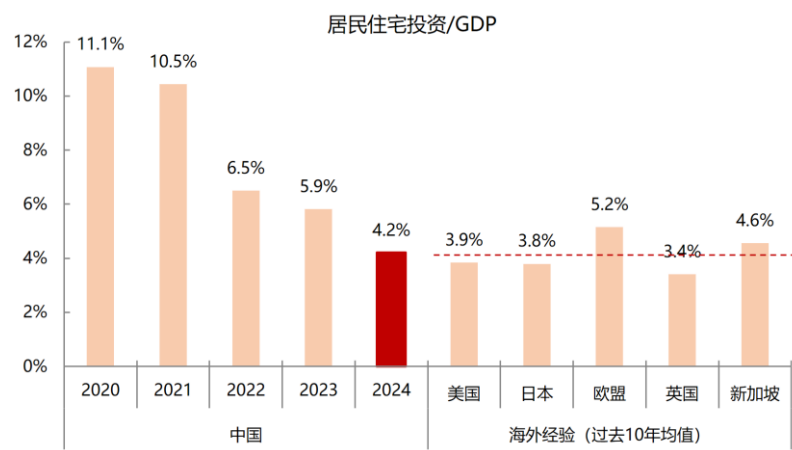


数据来源：Wind，东方红资产管理

可能影响 1：地产调整已接近尾声，具备止跌回稳的条件。

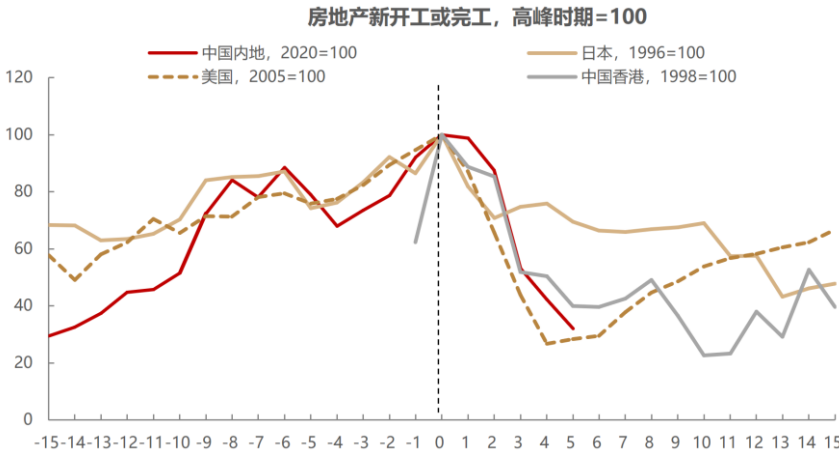
根据国际经验，我国房地产市场的调整幅度已经较为充分：（1）随着经济结构转型持续推进，地产在经济当中占比持续回落，从国际比较来看，居民住宅投资占 GDP 的比例或已降至 4.2%，与海外成熟经济体过去十年均值水平基本相当；（2）中国内地房地产新开工的调整幅度可能也接近到位，2024 年新开工面积预计将自高点下滑 67%，与美国、日本等国地产危机时的调整幅度接近；（3）房价也经历了大幅调整，根据贝壳研究院数据，50 个重点样本城市的二手房价格较 2021 年高点最大跌幅 30.9%，已经持平于国际上其他危机样本的平均水平（30%）。

图：中国居民住宅投资/GDP 之比已经回落至海外成熟经济体均值水平



数据来源: Wind, 东方红资产管理, 2024 年为估算值, 假设 2024 年实际 GDP 增速为 5%、全年 GDP 平减指数与前三季度相同、住宅销售额同比-20%、土地购置费同比-8%。

图：参考海外经验，中国的新开工可能接近调整到位

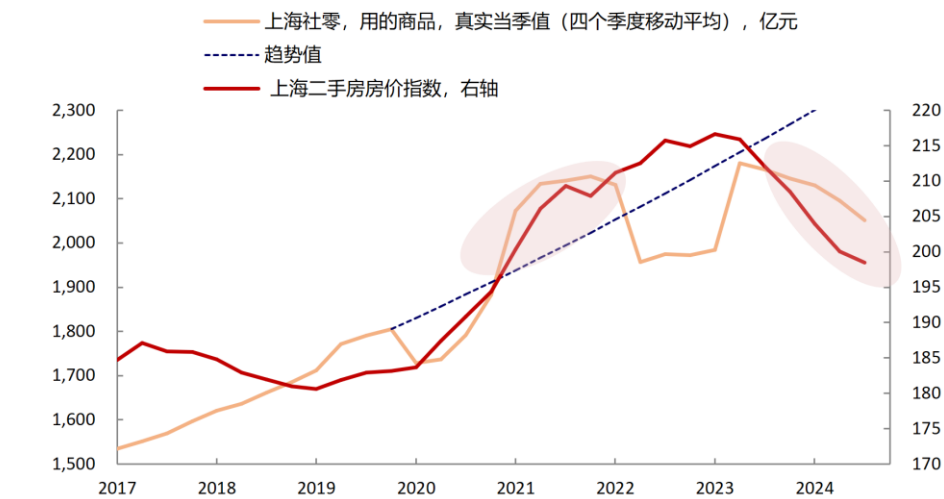


数据来源: Wind, 东方红资产管理, 2024 年新开工增速假设按照 1-11 月累计同比增速 -23%。

可能影响 2：房价企稳带动资产负债表修复，叠加政策刺激，推动消费增速回升。

房价止跌回稳的财富效应。2024 年，房价持续回落，对居民的资产负债表带来一定拖累。以 2019 年后上海的经验显示，房价对消费品，尤其是耐用消费品的影响较大。2025 年在政策推动下，若“止跌回稳”的目标实现，对消费的拖累可能下降。

图：2019 年后的上海的经验显示，房价对消费品影响较大



“以旧换新”政策加力扩围。汽车家电等消费品“以旧换新”成效显著，据测算，本轮以旧换新政策的乘数效应或高达 2.8，虽然耐用品补贴可能在一定程度上透支未来一段时间的需求，乘数效应也会边际回落，但如果拓展了品类，将有助于保持乘数效应在相对高位，继续对消费增速起到拉动作用。

图：“以旧换新”政策的乘数效应较高

政策	执行期间	政策执行第一年	当年财政规模	当年额外拉动销售	当年财政乘数
			亿元	亿元	倍数
家电下乡+家电以旧换新	2009-2012年	2009年	92	321	3.5
汽车下乡+汽车以旧换新+车购税减免	2009-2010年	2009年	281	1952	7.0
车购税减免	4Q15-2017年	2016年	568	2547	4.5
车购税减免	2022年6-12月	2022年	586	1270	2.2
消费品以旧换新	2024年4-12月	2024年	1501	4238	2.8
以旧换新一家电家居	2024年4-12月	2024年	557	1235	2.2
以旧换新一汽车	2024年4-12月	2024年	945	3302	3.5

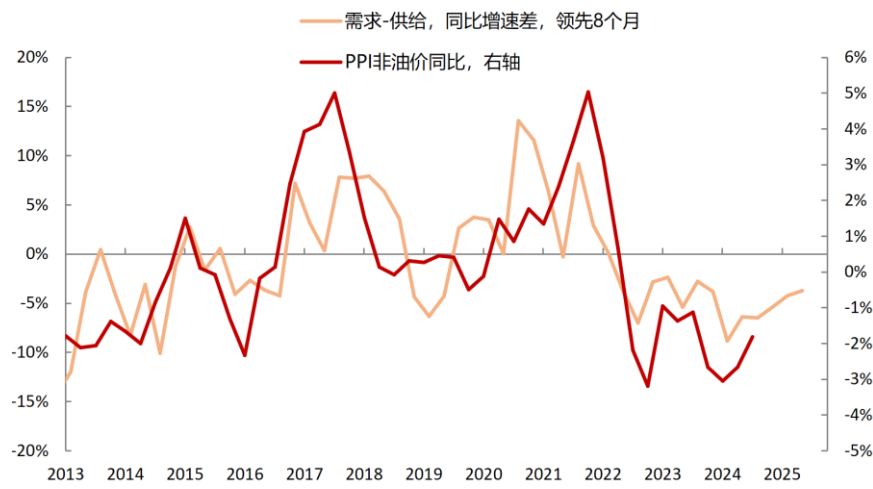
数据来源:Wind, 东方红资产管理, 乘数效应为财政支出对新增消费零售额的拉动作用。比如 150 亿元财政补贴撬动了额外 300 亿元消费，则乘数效应为 2。

可能影响 3：物价合理回升，名义 GDP 改善。

政策驱动下，优化供需结构将助力“物价合理回升”。从宏观信号来看，政策由此前的“扩大投资”转向“消费与投资并重”，即由推动供给转向刺激需求。从微观信号来看，供需缺口收窄。以制造业投资增速衡量未来产出的供给水平，

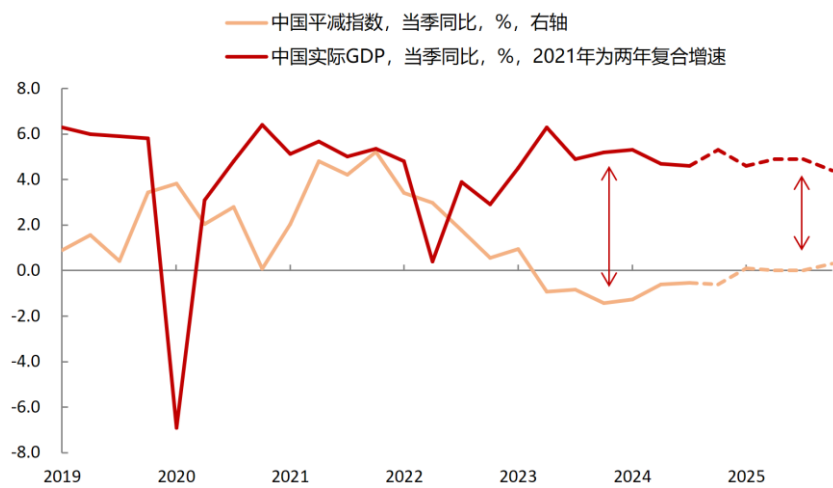
以基建+出口+地产投资的增速衡量潜在需求水平，在该供需框架下，可以发现2024 年中国供需缺口呈现逐季收窄趋势。从供需缺口对价格走势的前瞻指引来看，2025 年中国 PPI 有望渐进回升。

图：供需缺口收窄，PPI 增速有望渐进回升



数据来源：Wind，东方红资产管理，需求为基建+出口+地产投资（代表工业需求），供给为制造业投资（形成工业产能）。

图：平减指数有望转正

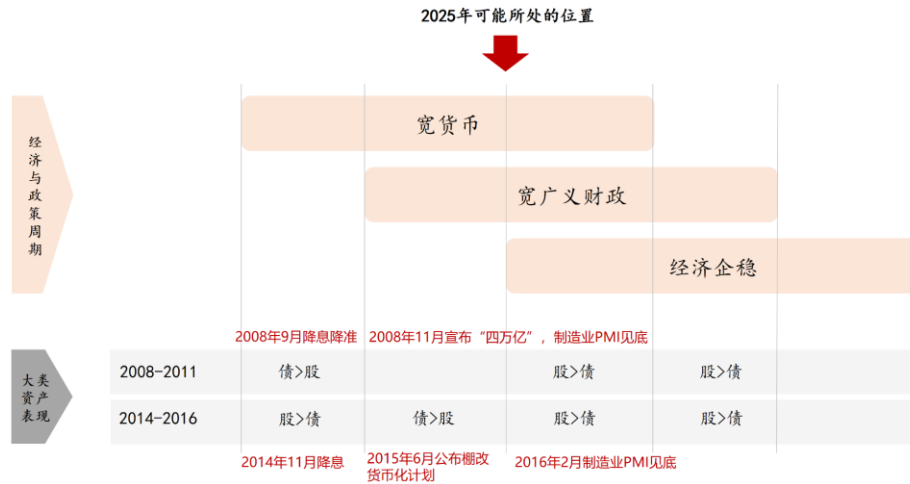


数据来源：Wind，东方红资产管理

二、市场展望

从大类资产配置的角度来看，市场逐步进入对股票更有利的环境。宽货币先行，2024 年演绎了波澜壮阔的债牛行情。2025 年宽货币+宽财政的双宽组合，市场有望进入对股票更有利的环境。

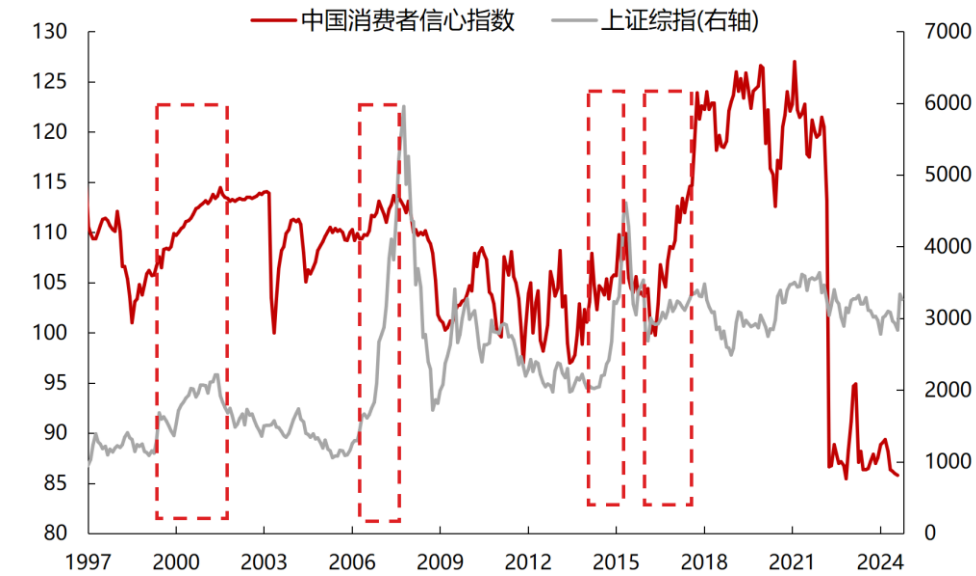
图：经济与政策周期下的大类资产表现



数据来源：Wind，东方红资产管理，股选择沪深 300（000300），债选择中债国开债总财富指数（7-10 年）。

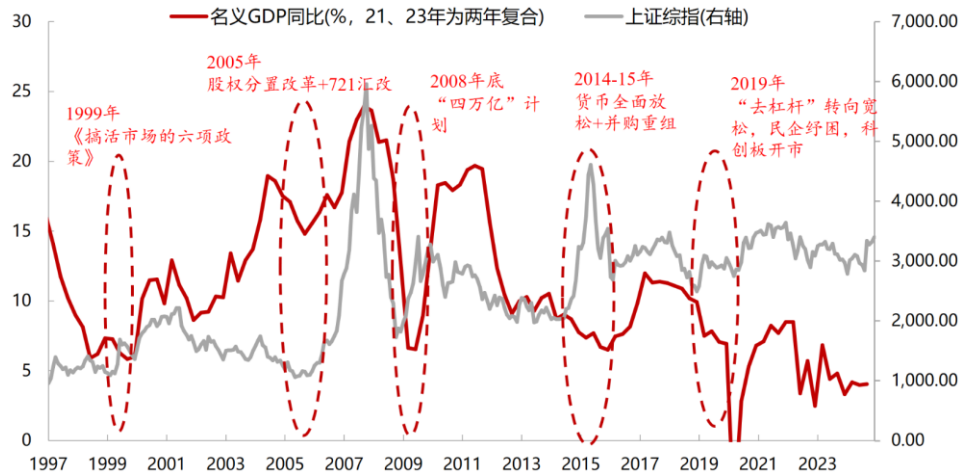
本轮政策刺激中，资本市场可能是提振信心的重要抓手之一。中央经济工作会议明确提出“稳住楼市股市”以及“稳定预期”。股市承担着给中国资产定价的功能，通过重估中国资产的公允价值给国内外投资者以信心。股价不仅反映现实，亦反映市场预期。稳股市有助于修复居民财富效应，提振消费，还有助于改善投融资环境、优化资源配置。由于股市的领先性，历史上 A 股反转行情往往出现在经济承压、政策放松的时候。

图：股市财富效应拉动消费者信心



数据来源：Wind，东方红资产管理

图：A 股反转往往出现在经济承压、政策显著放松的时候



数据来源：Wind，东方红资产管理

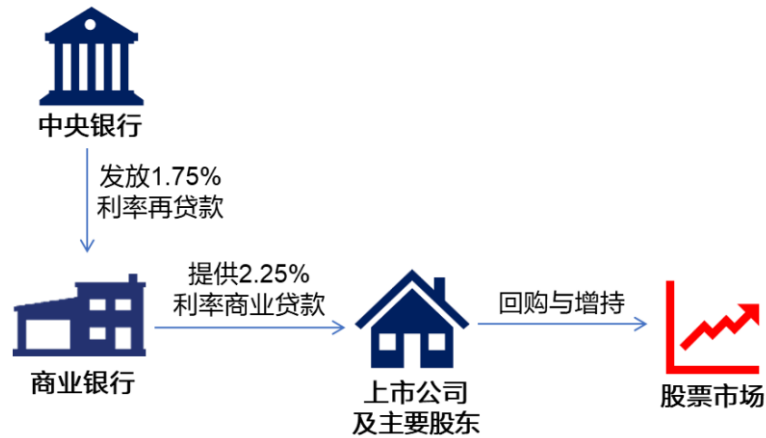
市场流动性拐点已经出现。首先，央行加大货币宽松力度稳经济、稳市场。中央经济工作会议明确将 2025 年货币政策取向定调为“适度宽松”，这是自 2011 年开始实施“稳健”货币政策以来的首次调整，为 2025 年经济和资本市场的高质量发展创造良好的金融环境。其次，央行为市场提供流动性支持，央行“背书”的意义重大。9 月央行首次创设了针对资本市场的结构性货币政策工具（5000 亿元非银互换便利，3000 亿股票回购增持专项再贷款），创造性地打通了央行助力资本市场的通道，将为资本市场提供增量资金，有望成为市场的“稳定器”。

图：证券、基金、保险公司互换便利业务流程示意图



数据来源：Wind，东方红资产管理

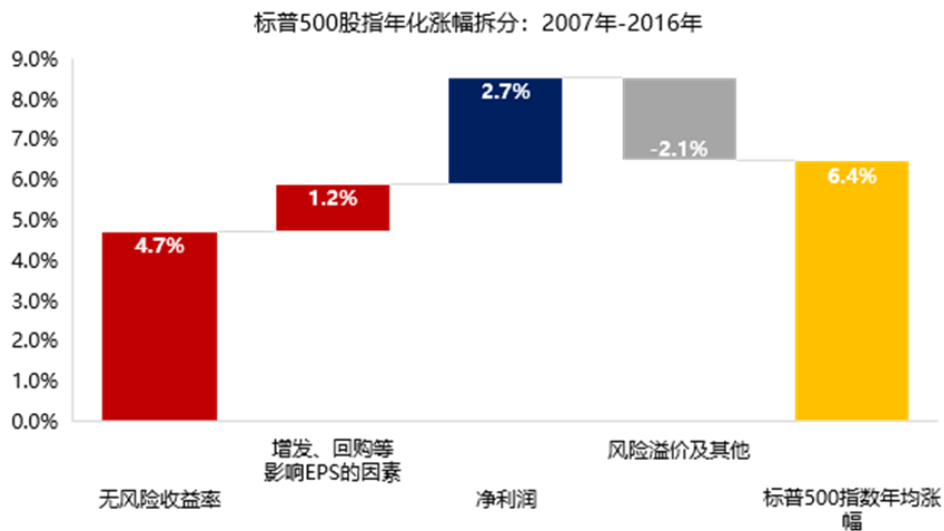
图：股票回购增持专项再贷款业务流程示意图



数据来源：Wind，东方红资产管理

在政策支持下，A股有修复空间。参考次贷危机后，美股也有流动性驱动下的上涨行情。从海外经验来看，在“次贷危机”后美国经济同样出现转型阵痛期，但同期股市走出“慢牛”行情。拆分经济转型期间的美股上涨，可以发现其贡献主要来源于无风险利率下行和企业回购率提升等流动性支撑因素。

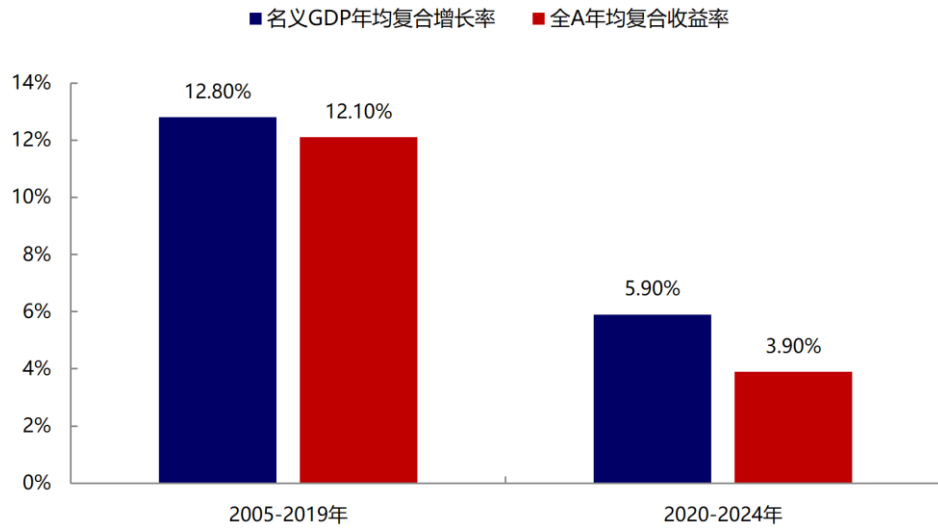
图：次贷危机之后，流动性驱动下美股涨幅远超基本面增长



数据来源：Wind，东方红资产管理

过去几年经济增长的成果未充分体现于A股。过去5年名义GDP年均复合增长率为5.9%，但同期股市年均复合回报率仅3.9%。由于宏观和微观流动性改善，市场整体有望呈现震荡抬升的格局；若盈利修复“接棒”，有望迎来戴维斯双击的大牛市。

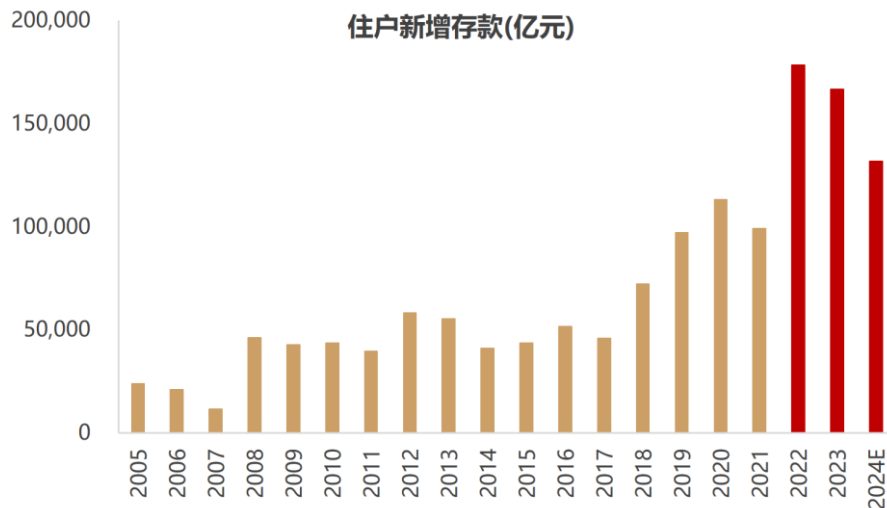
图：过去五年 A 股相对经济增速滞涨



数据来源：Wind，东方红资产管理

股市回报率有望吸引居民财富再配置。过去三年居民以存款形式存在的资产大幅增加，住户存款余额从 103 万亿增加到了 149 万亿，居民待投资金大幅增加。超额存款的增长源自可投资资产的稀缺。在存款利率持续下行、股市持续低迷、房价下跌的背景下，有资产配置需求的资金更多地拥挤在货币或债券型基金里，股票型+混合型基金赎回压力大。

图：居民存款大幅增加

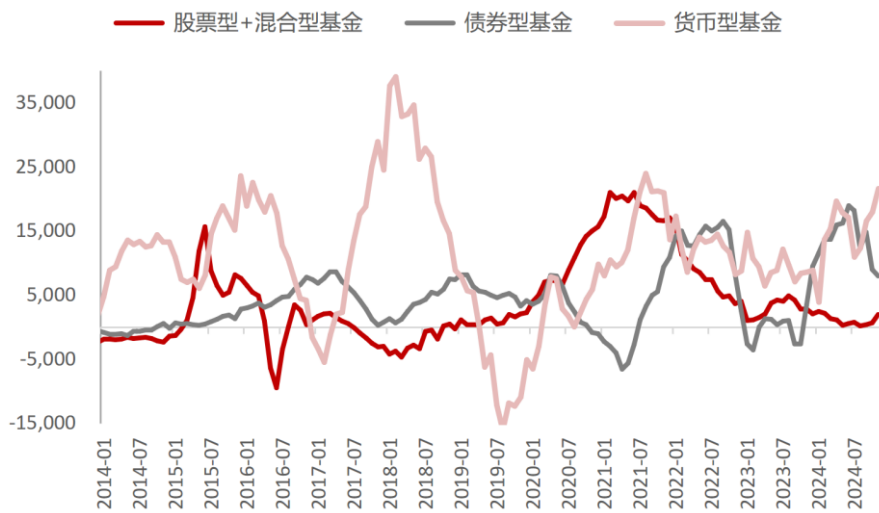


数据来源：Wind，东方红资产管理，2024 年数据为 1-11 月数据年化处理

“存款搬家”可能成为股市的增量资金来源。“稳住股市”有利于稳定预期，新“国九条”引导上市公司提升股东回报，股市回报逐步走向稳定且可预期。中

国股市赚钱效应与社会财富再配置将形成良性循环，在存款利率持续下降、债券收益提前透支 2025 年空间的背景下或推动居民存款“搬家”至权益资产。

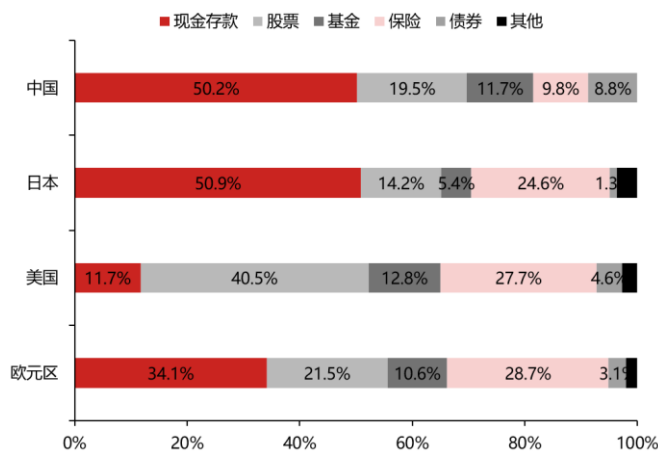
图：公募基金份额同比变化（亿份）



数据来源：Wind，东方红资产管理

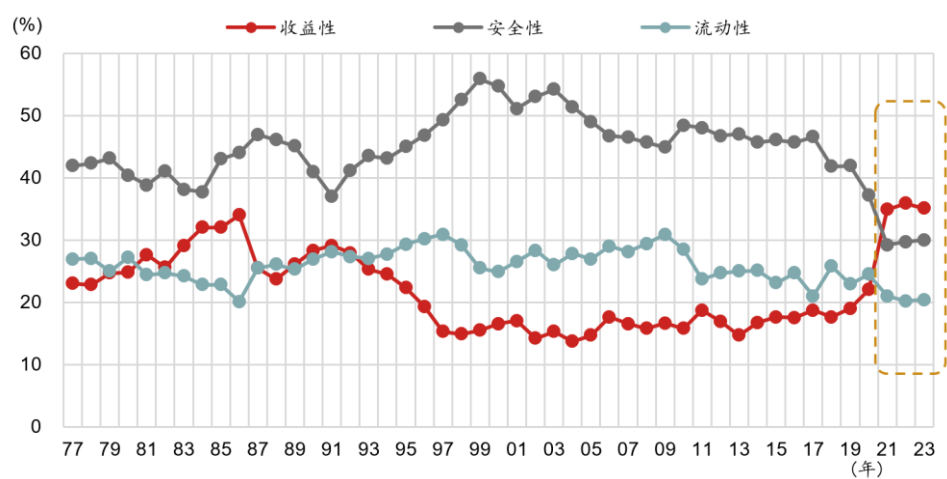
日本走出通缩后，居民存款再配置。日本家庭的现金与存款比重同样较高，截至 2024 年 8 月底，日本家庭金融资产中现金和存款占比达 50.9%，股票占比仅为 14.2%。与美国相比，日本家庭金融资产中现金与存款占比较高，股票占比较低。中国与日本较为类似。随着近几年日本走出通缩，家庭部门重拾对权益资产投资的兴趣。据日本金融广报中央委员会的调查，日本家庭部门在选择金融投资标的时注重“收益性”的占比自 2021 年起持续创历史新高，超过 1984 年的峰值 34.0%。

图：中国、美国、日本家庭金融资产构成



数据来源：Wind，野村，东方红资产管理

图：日本家庭的金融产品选择标准变化（基于拥有金融资产的家庭）



数据来源：Wind，野村，东方红资产管理

居民存款存量或对应股市的想象空间。站在主动管理规模共计 5 万亿的机构投资者视角（主动管理公募 3 万亿、保险机构 2.1 万亿），基于静态市盈率来看 A 股不算便宜。从各大宽基指数来看，截至 12 月 25 日，上证综指、沪深 300、中证 500 的估值已经分别回到了过去 5 年 84%、67%、85%的历史分位数。股票风险溢价(ERP)已经修复到中枢水平附近，反映当前 A 股估值已经明显修复。

图：各大宽基指数估值普遍修复

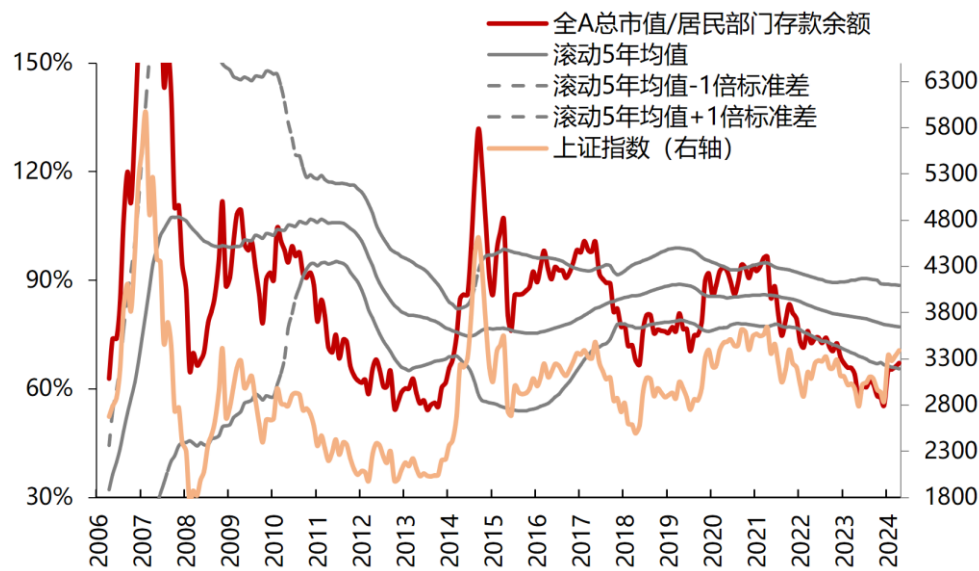
证券代码	指数	PE分位(5年滚动)		
		2024年12月 (当前)	2024年2月 (近五年低点2635)	2021年2月 (近五年高点3732)
000001.SH	上证综指	83.8	2.0	99.7
399001.SZ	深证成指	39.8	0.1	99.8
399006.SZ	创业板指	31.7	0.0	97.2
000016.SH	上证50	77.9	9.6	99.8
000300.SH	沪深300	67.4	0.7	99.9
000905.SH	中证500	84.7	4.0	53.0
000852.SH	中证1000	60.0	2.4	44.6
399303.SZ	国证2000	61.7	0.9	29.5
000688.SH	科创50	98.2	1.4	78.7

数据来源：Wind，东方红资产管理

但站在拥有 26 万亿持仓规模的个人投资者视角，股票相较于居民超额储蓄（150 万亿）是相对便宜的。截至 12 月 25 日，全 A 总市值/居民部门存款余额已经从疫情前 2019 年底的 81%（总市值 66 万亿：存款余额 81 万亿）下降至 67%（总市值 100 万亿：存款余额 150 万亿），处于 5 年滚动均值以下一倍标准差附

近。若回归滚动 5 年均值水平，A 股总市值存在 15% 的上行空间，居民超额储蓄可能有 15 万亿增量资金流入股市。

图：目前 A 股市值与居民存款的比例处于低位



数据来源：Wind，东方红资产管理

资本市场从估值修复走向基本面支撑。从政策感知到效果确认，A 股在稳增长周期通常会走出“政策底→市场底→盈利的底”。目前理论上或大概率处于“市场底→盈利的底”阶段，明确的政策定调出现在去年 9 月末，9 月中央政治局会议标志着新一轮逆周期调节的开始。目前市场仍处于政策密集落地阶段，估值依赖于流动性改善已经修复，往后则需要基本面改善作为支撑。

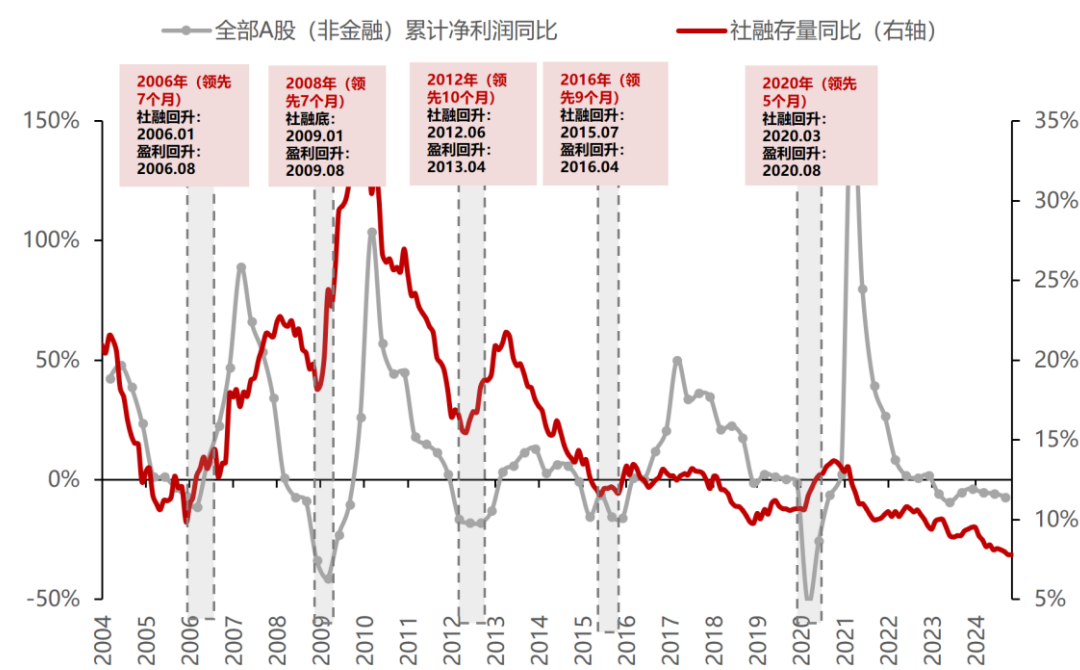
图：稳增长周期通常会走出“政策底→市场底→盈利的底”



数据来源：Wind，东方红资产管理

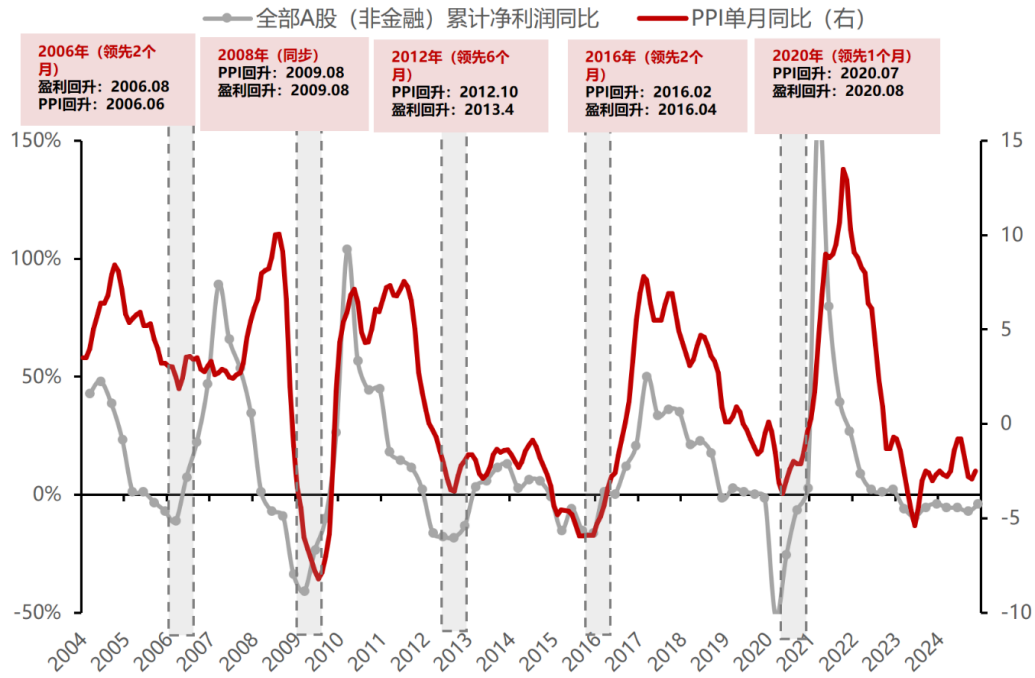
观察盈利底的先行指标：（1）社融增速拐点领先企业盈利大约 2-3 个季度。社融作为宏观经济的领先指标，反映了实体经济从金融体系获得资金的活动，这些资金支持企业的投资和运营，从而在经济活动中产生效益，最终转化为企业盈利。因此，信贷的扩张往往对于企业利润表现出明显的领先性。历史来看，社融增速回升领先企业盈利回升大概是 5-10 个月，目前社融还未出现拐点。（2）PPI 回升领先企业盈利大约 0-6 个月。由于 A 股 5000 余家上市公司中 70%左右为工业企业，PPI 走势与上市公司盈利高度一致，且决定盈利增速的弹性。本轮 PPI 仍处于负值区间，在 9 月二次探底，拐点仍有待确认。

图：社融上行拐点领先企业盈利回升是 5-10 个月



数据来源：Wind，东方红资产管理

图：PPI 底部与 A 股盈利底基本同步



数据来源：Wind，东方红资产管理

从市场底→社融底，市场往往聚焦于政策刺激的板块。(1) 2008 年年末四万亿计划大力发展基建，与施工端相关的建材、有色，与电网相关的电力设备，涨幅较高。(2) 2012 年 GDP 首次破 8，地产放松、基建发力，地产、基建产业链表现靠前。(3) 2014 年经济下行压力大，一带一路使得基建产业链、交运等行业表现靠前。(4) 2018 年中美贸易摩擦后，中央政治局会议开始提”六个稳”，地产等稳增长板块表现靠前。

但如果市场底之后未见社融底，市场可能再度下跌：如果市场底出现后，但始终没有基本面好转的信号，可能会类似于 2022 年疫情防控优化后市场上涨一波，到了 2023 年 3 月，政策力度、经济数据、盈利数据不及预期，市场再度下跌。

图：市场底→社融底，风格偏向于政策刺激的板块

市场底→社融底							
2008		2011		2014		2018	
万得全A	25	万得全A	9	万得全A	104	万得全A	4
上证指数	11	上证指数	6	上证指数	85	上证指数	0
上证50	13	上证50	11	上证50	84	上证50	-2
沪深300	18	沪深300	12	沪深300	84	沪深300	0
中证500	36	中证500	14	中证500	92	中证500	5
中证1000	43	中证1000	13	中证1000	89	中证1000	8
创业板指		创业板指	5	创业板指	90	创业板指	3
市场底→社融底							
2008		2011		2014		2018	
建筑材料	63	非银金融	34	钢铁	155	通信	20
电力设备	61	有色金属	31	建筑装饰	151	电力设备	17
国防军工	48	房地产	30	交通运输	135	房地产	12
有色金属	42	食品饮料	21	计算机	126	农林牧渔	12
环保	39	家用电器	18	纺织服饰	118	机械设备	11
计算机	39	社会服务	17	非银金融	116	环保	9
医药生物	36	建筑装饰	16	国防军工	110	计算机	9
电子	35	医药生物	14	轻工制造	109	国防军工	8
机械设备	35	机械设备	13	房地产	104	商贸零售	7
传媒	35	环保	12	公用事业	104	传媒	7

数据来源：Wind，东方红资产管理，表格内的数字为宽基指数或板块的涨跌幅

在社融增速触底反弹之后，成长风格的胜率明显提升。对比“市场底→社融底”和“社融拐点后9个月”，成长板块（蓝色背景）在社融触底后胜率开始提升。背后的逻辑可能在于“稳增长”政策初见成效，基本面出现改善信号，信用（盈利）预期企稳回升，市场流动性仍然比较宽松，成长板块或有相对优势。

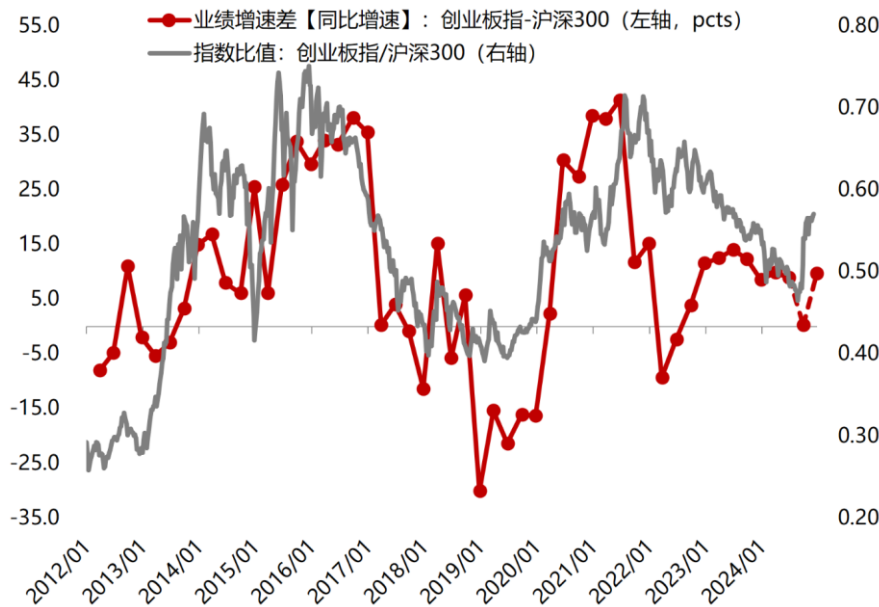
图：社融上行拐点后，成长胜率明显提升

市场底—社融底						VS						社融触底后					
市场底—社融底						社融拐点后9个月						社融拐点后9个月					
2008	2011	2014	2018			2008	2011	2014	2018			2008	2011	2014	2018		
万得全A	25	万得全A	9	万得全A	104	万得全A	4					万得全A	64	万得全A	3	万得全A	-18
上证指数	11	上证指数	6	上证指数	85	上证指数	0					上证指数	53	上证指数	1	上证指数	-25
上证50	13	上证50	11	上证50	84	上证50	-2					上证50	59	上证50	8	上证50	-26
沪深300	18	沪深300	12	沪深300	84	沪深300	0					沪深300	64	沪深300	2	沪深300	-24
中证500	36	中证500	14	中证500	92	中证500	5					中证500	68	中证500	-2	中证500	-20
中证1000	43	中证1000	13	中证1000	89	中证1000	8					中证1000	68	中证1000	2	中证1000	-6
创业板指		创业板指	5	创业板指	90	创业板指	3					创业板指		创业板指	18	创业板指	-17
市场底—社融底						社融拐点后9个月						社融拐点后9个月					
2008	2011	2014	2018			2008	2011	2014	2018			2008	2011	2014	2018		
建筑材料	63	非银金融	34	钢铁	155	通信	20					汽车	128	银行	29	农林牧渔	-1
电力设备	61	有色金属	31	建筑装饰	151	电力设备	17					有色金属	121	医药生物	23	纺织服饰	-2
国防军工	48	房地产	30	交通运输	135	房地产	12					煤炭	121	环保	19	房地产	-6
有色金属	42	食品饮料	21	计算机	126	农林牧渔	12					房地产	88	传媒	13	社会服务	-7
环保	39	家用电器	18	纺织服饰	118	机械设备	11					家用电器	85	公用事业	10	基础化工	-8
计算机	39	社会服务	17	非银金融	116	环保	9					国防军工	75	国防军工	9	电子	-9
医药生物	36	建筑装饰	16	国防军工	110	计算机	9					银行	75	家用电器	8	通信	-9
电子	35	医药生物	14	轻工制造	109	国防军工	8					食品饮料	74	基础化工	7	有色金属	-9
机械设备	35	机械设备	13	房地产	104	商贸零售	7					电子	71	电子	6	环保	-10
传媒	35	环保	12	公用事业	104	传媒	7					机械设备	65	计算机	6	建筑材料	-10

数据来源：Wind，东方红资产管理，表格内的数字为宽基指数或板块的涨跌幅

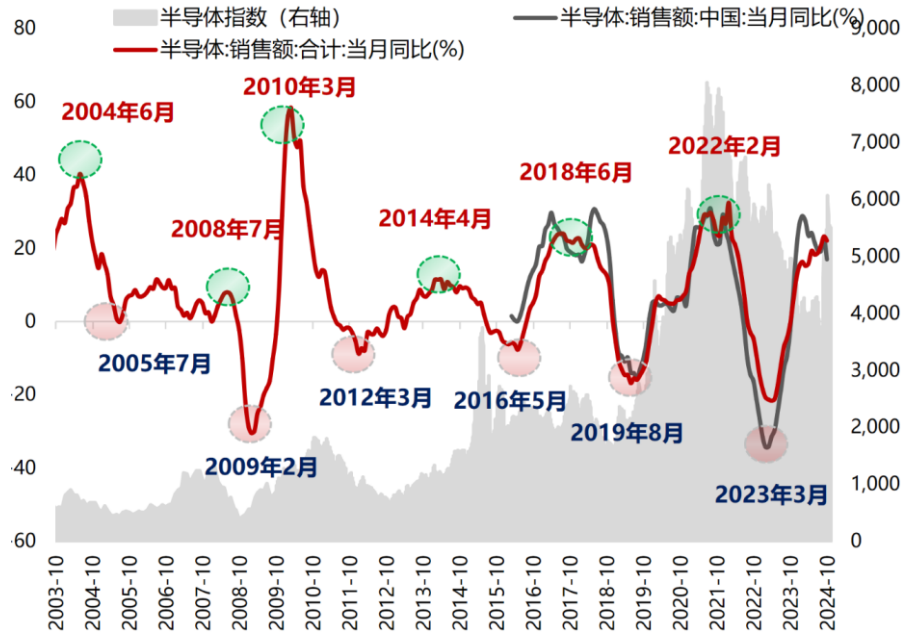
产业趋势决定中期板块选择。成长板块出现占优的现象，可能是由于此前几轮盈利周期均碰上了产业周期的爆发。2010 年 iPhone 4 开创了智能手机时代，2013-2014 年出现移动互联网周期，2016 年半导体补库存周期底部回升，2019 年 TWS 耳机、新能源、5G 基建等爆发，因此带动成长板块能够获得明显的超额收益。

图：指数、风格的走势，主要取决于业绩增速差



数据来源：Wind，东方红资产管理

图：每一次盈利底后的风格切换，都有产业周期发力



数据来源：Wind，东方红资产管理

风格选择上，价值转成长的拐点隐现。成长 VS 价值的风格受全球利率环境影响大。2016-2018 美国加息周期，A 股价值有相对收益；2019-2021 年美国降息周期，成长跑赢；自 2022 年美国进入加息周期后，价值风格在过去三年占优。2024 年 9 月美联储进入降息周期后，价值转成长的拐点隐现。美联储降息空间较为充足。预计渐进式降息依然是美联储政策操作的思路，大方向上有利于成长风格。

图：价值 vs 成长风格切换与美联储货币周期

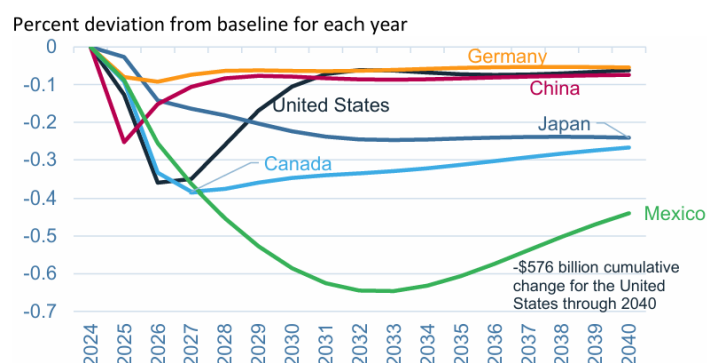


数据来源：Wind，东方红资产管理

三、风险与不确定性

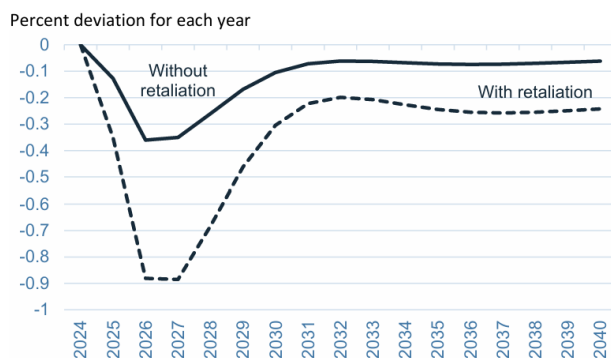
1. **政策不及预期，股市大幅波动风险：**虚假“小作文”的网络传播增加信息噪音，扰乱市场秩序，导致投资者对政策预期的“胃口”变大，进而给股市带来大幅波动风险。若政策落地效果不及预期，股市调整时间也可能延长。
2. **美国全面征收高额关税，可能会严重打击全球经济增长：**特朗普主张全面加征关税，包括对中国产品加征 60% 的关税，对其他国家产品加征 10% 的关税。这将给全球经济、全球供应链带来更大不确定性。如果广泛的贸易战风险被低估了，美元可能进一步大幅上涨，无疑会增加非美市场（最终是美国市场）的压力。美股异常高的估值可能也会放大对任何经济疲软的反应。

图：假设美国对所有贸易伙伴加征 10% 关税对各国 GDP 的影响



数据来源：PIIE “The International Economic Implications of a Second Trump Presidency”，东方红资产管理

图：美国对所有贸易伙伴增加 10% 关税，考虑伙伴国报复性关税对美国 GDP 的影响



数据来源：PIIE “The International Economic Implications of a Second Trump Presidency”，东方红资产管理

风险提示：

本材料中所述内容仅供一般参考，不代表东方红资产管理的任何意见或建议，东方红资产管理不对任何依赖于本材料任何内容而采取的行为所导致的任何后果承担责任。本材料所载信息截止至 2025 年 1 月有效，前瞻性陈述具有不确定性风险。本材料知识产权归东方红资产管理所有，未经允许请勿转发、转载、截取或完整使用本材料所载内容。