

研报精选

2024年12月8日 第199期

宏观专栏

政策初见效，基本面偏弱——11月经济数据前瞻

报告认为，当前经济运行呈现出政策效果初步体现+基本面偏弱运行的状态。政策效果主要体现在以旧换新对社零形成支撑、专项债资金带动基建实物工作量等方面。而惯性较强的经济基本面领域，如通胀、房价、实体融资需求等可能依然偏弱运行。

美元能否连续3个月收涨？

报告认为，美元指数在11月连续第二个月冲高并突破至1年左右的高点，特朗普的当选或是重要的催化剂。往前看，特朗普政策对美元的支撑作用或在12月有所减弱。

专题聚焦

A股有望迎来“岁末年初行情”

报告认为，近期公布的多项经济数据表明我国经济增长动能边际改善。临近岁末政策重要窗口期，投资者政策预期有所升温，股市资金面持续活跃，A股有望出现“岁末年初行情”。

特朗普交易的节奏与节点

报告认为，对比2016年，本轮通胀性政策的推出可能更快，但程度也会有现实约束，同时增长性政策也可能更快。因此特朗普交易可能更多是阶段性暂缓等待，然后再度重启。

宏观专栏

政策初见效，基本面偏弱——11月经济数据前瞻

我们预计，11月经济数据可能受技术性因素扰动加大，例如“双十一”促销活动提前可能影响社零增速，去年同期基数抬升可能拖累出口增速，债务置换对信贷的影响加大可能压低新增信贷等。忽略这些技术性变动，则当前经济运行呈现出政策效果初步体现+基本面偏弱运行的状态。政策效果主要体现在以旧换新对社零形成支撑，专项债资金带动基建实物工作量，房地产市场成交量显著改善，政府债融资同比大幅多增，这些主要是对政策“反应快”的领域。而惯性较强的经济基本面领域，如通胀、房价、实体融资需求、房地产投资等可能依然偏弱运行，有待政策持续发力。

以旧换新政策拉动相关消费，“双十一”错位可能影响社零总额增速。消费品以旧换新政策持续发力，根据商务部数据，截至11月11日，2160.8万名消费者购买8大类家电产品3271.9万台¹；截至11月18日，全国汽车报废更新和置换更新补贴申请均突破200万份，合计超过400万份²。乘联会预计，11月乘用车零售量可能同比增长15.4%，较10月增速进一步加快。总体而言，11月消费品以旧换新政策保持了较快进度，对相关品类零售额形成持续拉动。不过今年“双十一”促销活动提前带来的错位影响，可能拖累11月的消费增长。我们预计11月社零总额同比增长4.5%，较10月小幅回落。

固定资产投资增速或持平。我们预计1-11月固定资产投资增速或为3.4%（1-10月为3.4%）。短期出口维持稳健增长，大规模设备更新改造政策进一步推进，整体制造业投资增速或仍保持稳健。我们预计1-11月制造业投资增速或持平于9.3%。11月沥青、水泥等建材需求改善，基建实物工作量可能加快。叠加专项债使用加速、基建工地资金到位率提升，我们预计1-11月基建投资同比增长9.4%（略高于1-10月的9.3%）。

政策提振房地产销售，房价和投资偏弱运行。30大中城市商品房销售面积

¹ <https://www.mofcom.gov.cn/xwfbzt/2024/swbzkjlxwfbh2024n11y14r/index.html>

² https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202411/content_6988166.htm

同比从10月的-6.3%大幅回升至11月的11.6%，11月二手房挂牌价同比降幅小幅收窄至10.7%（10月降幅为10.9%）。土地成交面积季节性回升，叠加低基数支撑，11月300城土地成交价款同比增长24%（10月为-30.3%）。11月钢材表观消费量相对韧性，但玻璃日熔量呈现持续走弱态势，显示出施工平稳而竣工承压。我们预计11月房地产开发投资同比降幅或略收窄至10.0%（10月降幅为10.3%）。

外需保持平稳、基数上升，出口同比增速或有所下降。外需大致保持平稳，11月Markit制造业PMI初值呈现日欧下降、美国上升的走势，欧元区、日本、美国分别为45.2%、49.0%、48.8%（10月分别为46.0%、49.2%、48.5%），而11月中国PMI新出口订单为48.1%，环比改善0.8ppt，高于2013-2019年的同期均值（0.2ppt）。高频数据来看，韩国11月前20天日均出口同比为5.8%（10月为4.6%），越南11月前两周出口同比13.1%（10月为10.2%），皆维持较高增速；11月前20天韩国从中国日均进口同比2.0%（10月为-5.0%），也有所改善。不过去年11月出口增速明显上抬，我们预计11月出口同比7.0%（10月为12.7%），进口同比1.5%（10月为-2.3%）。

工业增加值同比增速或为5.1%左右。11月PMI生产分项为52.4%，环比上升0.4ppt，略高于2013-2019年的同期均值（0.3ppt），呈现稳步扩张态势。高频开工率有所分化，但平均来看同比增速略有回落。而天气因素影响下，发电耗煤量同比增速也有所回落。我们预计11月工业增加值同比增速为5.1%（10月为5.3%）。

CPI同比或从0.3%微降至0.2%，其中翘尾因素相较上月多贡献0.5ppt。食品方面，去年低基数导致鲜菜价格环比大幅下降，同比增幅明显收窄；今年北方降温较晚，11月淡季期白条猪走货乏力，同时今年二次育肥猪规模有限，养殖端按照计划出栏，供给较为充足压制猪价。我们预计以旧换新补贴叠加双十一购物影响，非食品消费品或延续以价换量；租金等其他服务价格也可能较为疲软。

PPI同比降幅或从2.9%收窄至2.8%，其中翘尾因素相较上月多贡献0.3ppt。11月PMI价格指标回落至50以下，购进价格和出厂价格相较10月下降了3.6和

2.2个百分点，PMI出厂及购进价格隐含的PPI环比或为-0.3%。能源方面，成品油需求不及预期带动国际原油价格回落；当前煤炭库存充足，叠加需求淡季，电厂补库需求有限，短期煤价阴跌。黑色方面，虽然宏观溢价出清，但钢材表观需求韧性叠加整体库存压力有所缓解支撑钢价。有色方面，强美元压制铜价，氧化铝库存维持低位支撑铝价。

债务置换对信贷的影响加大，新增信贷可能偏低。11月以来，地方置换债发行明显加速，受此影响，11月政府债净融资可能达到1.8万亿元左右，较去年同期的1.1万亿元明显多增。但是考虑到地方债置换过程中可能造成企业债存量和贷款存量的减少，总体社融可能并不高。我们预计11月新增贷款可能在2000亿元左右，新增社融2.3万亿元左右，社融存量增速小幅下降至7.7%。11月M1同比跌幅有可能继续收窄，M2增速可能与上月相比基本持平。



以上观点来自：2024年12月6日中金公司研究部已发布的《政策初见效，基本面偏弱——11月经济数据前瞻》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

宏观专栏

美元能否连续3个月收涨？

特朗普的经贸政策预期：美元指数在11月连续第二个月冲高并突破至1年左右的高点，特朗普当选或是重要的催化剂。由于其内外政策可能会带来更高的通胀、关税和财政赤字，市场认为这些政策的结果或是更强的美元汇率。因此，在他当选之后，美元指数中枢出现了快速抬高。目前看，特朗普提名的新政府官员基本都支持加征关税，因此，市场担心关税政策可能会比预期更快落地，美元受到相应支撑。在12月，我们需要关注关税谈判的进一步动向，也需要关注新政府官员对于其他一些政策(比如减税、驱逐非法移民)的具体说明。市场的风险偏好或继续受到特朗普政策预期变化的影响。考虑到相关影响已经在11月有所体现，我们认为特朗普政策对美元的支撑作用或在12月有所减弱。

美国经济数据及美联储的货币政策：12月的另一个关注点则是美国的就业和通胀等经济数据以及美联储的态度。在前两个月，美国经济数据比三季度边际上有所走强，这带动了市场对于美联储降息预期的重定价。因此，在12月我们须关注美国经济数据的变化，以及美联储对于降息节奏的进一步调整。考虑到市场对美联储在12月的降息定价并不充分，因此如果12月美联储继续降息并给予一个持续降息至中性利率的指引，美元或能在高位有所回调。而如果美联储在12月暂停降息，这或带来美元新的上升波段。

中国年底的重要会议：11月中国经济出现了一定程度的企稳迹象。这一方面可能来自对冲关税“抢出口”所造成的正面推动，另一方面则可能是前期政策效果的逐步显现。2025年，面对美国潜在的关税政策调整，中国经济或面临新的压力。12月的中央经济工作会议或为明年的经济目标和相关政策制定框架。我们须关注年底重要会议的指引，若经济预期进一步修复，则人民币汇率的贬值压力有望得到一定程度的缓解。

以上观点来自：2024年12月1日中金公司研究部已发布的《美元能否连续3个月收涨？》

李刘阳 分析员 SAC 执证编号：S0080523110005 SFC CE Ref: BSB843

丁瑞 分析员 SAC 执证编号：S0080523120007 SFC CE Ref: BRO301

王冠 分析员 SAC 执证编号：S0080523100003

施杰 联系人 SAC 执证编号：S0080123040056

专题聚焦

A股有望迎来“岁末年初行情”

“波折期”可能正在过去，A股有望迎来“岁末年初行情”。我们在9月底发布的《[A股见大底了吗？](#)》中认为A股“大底”正在形成中，10月初发布的《[低位放量大涨的历史复盘与配置启示](#)》中提示高换手率可能引致短期波折但不改中期趋势。近两月结合外部扰动因素尤其是特朗普交易持续强化，A股及港股市场均出现一定回调，受外部因素影响更大的港股市场调整较多，A股市场则在资金面支撑下表现相对具有韧性且近期逐步回暖。当前时点我们认为A股持续近两月的“波折期”可能正在过去，临近岁末政策重要窗口期，积极因素有望助力A股迎来“岁末年初行情”。

以史为鉴：岁末年初有何历史规律？

我们复盘近15年来市场岁末年初表现（12月至次年2月），期间超半数时间市场出现上涨，其中明显上涨阶段一般伴随投资者政策预期改善、基本面预期提振以及流动性支撑，具体来看：

► **市场整体层面**，2010年以来A股市场超半数时间出现“岁末年初行情”，期间万得全A胜率57%，沪深300胜率为64%相对更高。在我们复盘的十余年行情中，2012-2013、2014-2015、2018-2019表现较好，期间全A涨幅超15%，主要支撑因素包括以下三方面：1）岁末年初为重要会议窗口期，投资者政策预期改善带动风险偏好提升；2）12月后市场虽处于上市公司业绩真空期，但经济数据如若改善也会对投资者情绪带来支持；3）宏观流动性投放以及股市资金面活跃往往对于市场表现起到较强支撑作用。

► **风格层面**，成长价值风格对比来看，跨年阶段价值整体跑赢成长，但期间易出现风格转换，岁末大类风格呈现为金融>消费>周期>成长，历史数据显示年初成长风格表现偏占优，大类风格呈现为成长>周期>金融>消费。风格转换原因可能为年底重要会议期间政策预期较强，关联性较高领域易有相对表现，伴随风险偏好提升，成长风格逐步活跃。

立足当下：今年岁末年初行情有望如何演绎？

结合当前宏观及市场环境，投资者政策预期有所升温，股市资金面持续活跃，经济活动出现边际改善，我们认为有望出现“岁末年初行情”，具体来看：

► **政策端：年底重要会议有望延续积极定调。**9月下旬以来我国政策明显加码，多部委围绕地方政府化债、促进房地产市场止跌回稳、惠民生促消费等领域推出多项稳增长政策，投资者政策预期明显改善。结合当前海内外宏观环境，国内有效需求不足仍为主要矛盾，海外压力边际增长或促使逆周期政策进一步加码，尤其财政力度加码期待仍然较强。我们认为12月可能召开的中央政治局会议及中央经济工作会议有望延续偏前期定调，对明年经济工作做指引，有助于提振投资者信心。

► **基本面：近期公布的多项经济数据表明我国经济增长动能边际改善。**具体包括：1) 11月中采制造业PMI环比上升0.2ppt至50.3%，继续处于荣枯线以上且好于市场预期。经济数据整体边际改善，以旧换新政策发力见效带动社零总额数据有所好转，传统基建投资受益于财政支出进度加快而增速回升，部分城市地产销售受政策带动也有所回暖。2) 10月财政收支回暖，其中一般公共预算支出同比+10.4%，相较9月回升，创2023年10月以来新高，财政对经济的支持力度有望继续提升；一般公共预算收入同比+5.5%，税收收入同比+1.8%，为年内首次转正。3) 工业企业经营数据好转，10月规模以上工业企业利润降幅较9月大幅收窄17.1个百分点，41个工业大类行业中27个行业盈利较上月好转。4) 高频数据来看，投资端实现逆季节性平稳，建筑资金到位率边际改善，钢铁建材表观消费量环比小幅回升；消费端以旧换新政策持续推进，全国汽车报废更新和置换更新补贴申请合计超400万份³，全国消费者购买八大类家电产品超3000万台⁴（截至11月18日/8日），我们预计后续社零表现有望修复。

► **资金面：机构仓位逐步提升且仍有上升空间。**9月下旬以来个人及机构投资者情绪均有所改善，10月以来A股日均成交额近2万亿元，对应以自由流通

³ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202411/content_6988166.htm?slb=true

⁴ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1815225722240403891&wfr=spider&for=pc>

市值计算的换手率超过5%，处于2015年之后资金面最为活跃的阶段，具体来看：**1）机构投资者仓位有所提升。**截至三季度，从公募整体持仓来看，随着9月下旬市场回暖和ETF基金规模扩张，股票持仓占比回升，较上季度上升3.3个百分点至20.4%，其中主动偏股型基金规模增长至2.8万亿元，资产仓位由二季度的86.3%升至86.8%。险资仓位也在提升，保险持有股票及证券投资规模增长至4.1万亿元，为2013年数据公布以来新高，仓位环比上升0.54 ppt至12.8%，当前险资仓位刚回到历史均值附近，结合政策鼓励中长期资金入市，险资仓位可能仍有进一步提升空间。**2）个人投资者入市意愿仍高。**近期融资余额震荡上升且交易活跃度改善，截至11月28日，融资余额1.83万亿元，已高于2021年水平。10月上交所A股新增开户数迅速上升至685万户（vs.8月/9月100/183万户），为历史单月第三高的水平。

配置层面，我们在前期主题报告中认为当前中小盘风格虽有波折但有望相对占优，岁末阶段政策预期走强虽相对利好大盘风格但表现可能偏阶段。行业层面，建议从基本面出发并结合良好的供需格局，布局景气成长产业，如锂电、军工的高端制造，以及半导体、消费电子、通讯设备等科技硬件，此外电网设备、商用车、白色家电等韧性外需板块也值得关注。

以上观点来自：2024年12月1日中金公司研究部已发布的《A股有望迎来“岁末年初行情”》

李求索 分析员 SAC 执证编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

刘欣懿 联系人 SAC 执证编号：S0080123070090

黄凯松 分析员 SAC 执证编号：S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876

李瑾 分析员 SAC 执证编号：S0080520120005 SFC CE Ref: BTM851

魏冬 分析员 SAC 执证编号：S0080523070023 SFC CE Ref: BSV154

朱嘉懿 联系人 SAC 执证编号：S0080123040067

张歆瑜 联系人 SAC 执证编号：S0080124070034

专题聚焦

特朗普交易的节奏与节点

在11月6日大选结果出炉后，特朗普交易并未马上“利好兑现”，反而得到了密集的强化。美债利率冲高至4.5%，美元指数站上108，达到2022年以来的高点，比特币大涨而黄金大跌，前期反应不大的中国市场也开始明显承压。但11月中旬以温和派著称的贝森特提名为财长后，特朗普交易达到阶段高点，美债利率与美元小幅走弱，港股也得以小幅修复。

特朗普交易进展到现在，特朗普的口头政策宣言、内阁人选和政策主张等都使得其政策思路更加“具象化”，各类资产交易到当前位置也进入了相对“平静”的阶段，静待更多催化剂。接下来，各项政策的执行力度和推进顺序对经济基本面和资产方向便至关重要，尤其是很多政策在影响方向上是相互“打架”的。本文中，我们将结合各类政策的理论可行性、现实约束，和关键验证节点，来推演政策与资产节奏。

现实的约束：通胀、中期选举与贝森特，或影响政策的力度与路径

在竞选期间，特朗普政策有七大核心主张，分别是对内减税，对外加税，增加刺激，控制移民，支持加密货币，旧能源和弱美元（《[Trump 2.0对全球意味着什么？](#)》）。但首先，这些政策自身就存在一些矛盾性，如希望通胀走弱、利率下行，但不论是财政刺激还是关税和移民等供给收缩主张，都会反其道而行之。其次，成功当选后，政策语境就从单纯“反对现状”的口号变成了“实际运转”的结果，会面临政治、经济和人事各种“现实的约束”，进而影响政治实际的执行力度与路径。

总结来看，以下三个现实约束会影响到政策推进的节奏与力度。

► **通胀的约束：也是首要约束。** 本次特朗普不仅获得了摇摆州的胜利，还获得了普选票胜利，几乎可以说是“全胜”，这是时隔20年以来的第一次，甚至有可能是里根时期后共和党第二次在“民意”上领先民主党。这种选情可能由两个因素造成，一是过去几年民主党在身份政治上的“政治正确”和“觉醒文化”、“取消文化”等可能遭到了越来越多的抵触和担忧⁵，二是高通胀对选

⁵ http://paper.people.com.cn/rmlt/html/2023-02/01/content_25968150.htm

民满意度造成的影响。从民调数据看，只有40.5%的人对拜登政府感到满意，在通胀问题上的支持率更是只有35.3%。尤其是当前美国的通胀尚且不算稳固，美国居民对高通胀的经历记忆犹新。因此，不难想象通胀问题仍将是一段时间内影响民意的关键，如果短期因为其收缩供给的各项政策过强推进导致通胀失控的话，也会引发民意反弹。

► **时间的约束：**中期选举是一个执政满意度的测试节点。2018年的中期选举，民主党夺回了众议院，不仅导致特朗普政策推进受到更多阻碍，众议院还启动了一系列针对特朗普政府的调查，如私人投资的利益冲突、俄罗斯干涉美国大选等，并在2019年对特朗普进行了第一次弹劾（但并未成功）⁶。这些事件都给其后两年的执政造成了压力。尽管此次选举中共和党获得“全胜”，但2026年国会将再度迎来中期选举，因此在当前的通胀格局下，不排除其任期前两年在供给政策（移民和关税）的推进程度上会有一些“顾虑”，或者也会采取其他对冲手段来试图压低通胀，例如增加原油供给，同时可能会更早传递积极政策信息，如减税等。

► **温和的声音：**与其竞选期间口号和一系列鹰派官员任命不同，温和派财长提名或有助于提供一些平衡。相比莱特希泽等人更为积极的关税政策框架，贝森特的“333”理念⁷（到2028年将预算赤字削减至GDP的3%，让私人投资接力政府投资，并以促进增长的方式降低赤字率；通过放松监管、减税、扩大能源生产等方式将实际GDP增长率提高到3%；将石油产量提高300万桶/日，以压制通胀）看起来是一个更均衡的政策，并会优先推进减税⁸。这一点从贝森特在获得任命后，市场相对积极反馈中也可见一斑。

关键的节点：1月20日就任或快速推出部分通胀性政策，2~3月后增长性支出政策跟进

我们在《[特朗普政策与交易的路径推演：2024年美国大选追踪（十）](#)》中指出，从流程和程序上，移民、关税因为无需国会批准理论上或最快，减税需在2026年条款到期前完成立法。

⁶ <https://www.bbc.com/zhongwen/simp/world-51393422>

⁷ <https://www.fxstreet.com/analysis/forex-bessent-and-the-3-3-3-202411250902>

⁸ <https://www.reuters.com/world/us/trump-treasury-pick-scott-bessent-prioritize-tax-cuts-wsj-reports-2024-11-25/>

如果再考虑到上述约束，以及特朗普与团队的政治思路和优先级，我们对未来重要的时间节点和节奏判断如下：

1月3日国会换届：或先行讨论债务上限问题，并酝酿取消部分的现行政策

2025年1月3日国会换届，共和党横扫国会。在总统正式换届前，国会换届或产生两个影响：**1）提前对债务上限问题进行谈判。**目前暂停债务上限的措施将在1月1日到期，届时约束重新生效，财政部只能支取现金存款或进行一些技术性非常规操作暂时融资。目前美国TGA账户余额有7800亿美元左右，假设按2024年同期的财政支出和收入水平匡算，或能维持到年中，但对x day测算的真实情况可能更加复杂。**2）进行法案准备工作。**例如2017年在特朗普就任前，1月12日和13日众议院和参议院就投票启动了对奥巴马医改法案的废除程序，随即特朗普上任第一天就签署了医改行政令。对本次大选来说，若同等对比来看，国会也可以在这段时间先行启动对拜登电动车强制令等与共和党思路相左政策的废除程序，且特朗普也表示上任第一天就会终止电动车强制令⁹。

1月20日正式就任：宣布一系列行政令，会提供其政策推进顺序的线索

上任第一天，总统会首先进行就职演讲，时间不会太长，但会涵盖其未来主要的施政方向。除演讲外，上任首日及未来一段时间会通过签署行政令的方式推进一系列政策，并逐步确认内阁成员。**从这天起，政策推进优先级就显得非常重要，进而直接影响通胀增长，以及后续资产交易方向。**以2016年为例，在特朗普上任后几个小时内，就签署了医改行政令，表明废除奥巴马医是其政策推进第一优先级。但这一政策推进却并不顺利，3月医改法案受挫直接导致了特朗普交易从2017年3月逆转了半年，直到9月税改成功才再度重启。但试想，如果特朗普当时优先推进税改，又或是一年后才执行的贸易摩擦，那势必对资产的影响也会完全不同。**与2017年初类似，当前资产交易也提前进入到了震荡等待验证阶段，等待后续政策路径，再选择方向。**

本次大选中，特朗普提到了诸多其“第一天”就要推进的政策，如发起“美国历史上最大规模的非法移民驱逐行动”，加征对中国、墨西哥等国家的关税，退出巴黎气候协定，结束拜登电动车强制令，“一天之内”结束俄乌纷争等，

⁹ <https://finance.sina.com.cn/roll/2024-07-21/doc-incewkcf5824382.shtml>

媒体称目前其政策专家和律师已在起草这些命令¹⁰。

从理论流程看，总统行政令的进展会快于需要立法程序的税改等政策，故整体方向是通胀性的，但区别在于程度的大小。由于市场对此并非没有预期，因此如果程度相对温和甚至弱于预期，市场也能承受，但反之亦然。

1) 若按照其竞选初期的表述，大规模驱逐移民并分别加征60%和10%的中国及基线关税，我们根据上一轮贸易摩擦结果做简单的线性测算，将全球税率从当前的3%提升至10%，可能会推高通胀1.2~4.7ppt；将中国关税从当前的19%加至60%，可能额外推高1.3ppt。这意味着美国CPI可能从现在2-3%升至3-4%甚至更高。PIIE测算¹¹，综合强力的关税和大规模移民驱赶，CPI可能在未来1~2年内重新回到6%以上。而且，这种情形下对于关税被加征国也有较大影响，我们测算，为补足出口对GDP的拖累，中国需要赤字率抬升1.5%-2%进行对冲。

2) 但若仅是暂停移民入境，并对中国加征额外10%关税，其影响可能非线性下降，对CPI的冲击也可能不及0.5ppt。参考上一轮关税情况，Amiti、Heise和Kwicklis(2019)测算，2018年美国进口关税上调推高CPI 0.3ppt。Hale、Hobijn、Nechio和Wilson在2019测算，对中国商品全面征收25%关税（彼时对中国有效税率为12%，目前为19%），或推高CPI 0.4ppt。此时，由于价格弹性非线性的下降，我们测算对中国GDP的拖累也仅需增加赤字率0.4%对冲（《[“Trump 2.0”的政策主张与资产含义：2024年美国大选追踪（二）](#)》《[关税政策的可能路径与影响：2024年美国大选追踪（十一）](#)》）。

1月~2月发表国会演讲：重申或提出执政理念

国情咨文（State of the Union Address，从里根政府以来，在总统换届首年的国情咨文演讲被习惯性称作Address to a Joint Session of Congress）是总统的历年常规事项。总统需要在国会联席会议上，发表关于国情分析、立法议程以及其他的一些国家优先事项看法，重点关注其执政理念和态度变化。国情咨文一般在1-2月，但也有例外，尤其是总统换届时，如2021年拜登首次发布时间为3月。

¹⁰ <https://www.bbc.com/news/articles/ced961egp65o>

¹¹ <https://www.piie.com/research/piie-charts/2024/trumps-economic-policies-could-stoke-inflation-and-hurt-us-economy>

2017年特朗普的国情咨文中主要提出了减税、监管改革、基建计划、移民、贸易、医疗、外交等政策，但整体表述大多是方向性的，除了提及计划的基建规模1.5万亿美元，在税改等其他领域都没有给出具体的数据和政策目标。此次情况也可能是如此，特朗普或重申其执政理念，并对目前存在分歧的问题，如贸易摩擦的目标和节奏等给出更多观点。

2月~3月新财年预算案：给出更清晰的财政支出和削减方向

一般情况下，联邦预算流程于2月第一个星期一开始，但新政府上台可能会推迟。那些需要立法推进的政策，例如税改力度，关税程度，削减政府开支，甚至增加能源和基建投资等都或被纳入进总统新财年的预算前景中，也会提供给市场更多有关各项财政政策的细节和交易方向。由于2018年税改法案中大部分个人所得税条款将于2026年1月到期，特朗普可能要比上一轮更早转向减税政策。共和党本次仍可以通过“预算调节程序”来推动减税，法案通过仅需要参议院简单多数（51票），因此如想在2026年条款到期前完成立法，那么减税政策或需在2025年内完成“预算调节程序”。

因此总体看，对比2016年，本轮通胀性政策的推出可能更快，但程度也会有现实约束，同时增长性政策也可能更快。虽然节奏上依然是通胀性政策先推出（移民、关税等），增长性政策后推出（减税、投资等）。但相比上一轮耽误了较多时间在并不顺利的医改政策，造成了特朗普交易的反转和政策衔接压力，本轮1）党内成员和核心内阁构成分布变化导致政策推进阻力更小，2）增长性政策推出的可能也更早，因此特朗普交易可能更多是阶段性暂缓等待，然后再度重启。

交易的节奏：海外短期暂缓，中期强化顺周期方向；中国整体震荡，结构为主

对于海外资产，经过前期的充分计入，目前资产进入到相对平静阶段，等待新的催化剂。因此短期内，特朗普交易可能体现为阶段性暂缓，对此前计入预期过多的“纠偏”。我们此前提示美债利率4.5%可以提供短期交易性机会，美元上沿为106，目前市场走势也基本符合我们这一预期（《[全球市场2025年展望：信用周期重启之路](#)》）。但结合上文中提到的政策节奏和关键节点，这一暂缓也不能简单理解为类似于2017年初特朗普交易的逆转。特朗普上任后尤其是

3月后增长性政策或重回投资者视野，可能会对风险偏好有明显提振作用。若进展顺利，可能会进一步强化美债、美元、美股与顺周期板块的表现，反之亦然。

对于中国资产，在国内政策力度温和有限的假设下，1) 如果关税采取渐进方式，例如初始关税为30-40%，即在当前19%的水平上额外增加征10-20%，我们预计对市场影响有限，这是因为这一关税水平基本符合当前市场共识预期，同时其实际的影响也相对可控，我们测算需赤字率抬升约0.5-0.7%便可予以应对（《[关税政策的可能路径与影响：2024年美国大选追踪（十一）](#)》）。市场届时的反应可能更多类似2019年4月第三轮关税后。当时在经历了2018年的贸易摩擦的持续下行和2019年初的快速修复反弹后，市场对关税已有准备。同时，在政策持续的宽松对冲下，2019年增长也逐步企稳，因此在4月后第三轮2000亿美元25%关税出炉后，市场虽仍有扰动但维持区间震荡。这一情形下，我们建议投资者维持当前震荡结构操作。

2) 如果顶格加征60%关税，由于市场定价不充分且实际影响会非线性变大，因此市场可能面临较大扰动。目前，市场对最终顶格加征60%关税的预期仍然不足且定价尚不充分；同时，我们测算60%顶格征收的情形下，补足出口拖累的GDP需要赤字率抬升1.5%-2%对冲。当前对外需更大的依赖度、汇率吸收关税的空间受限，以及美国针对转口的更多关注，都可能放大高关税的影响。不过，如果届时果真出现大幅波动，我们认为反而可以提供更好的买点，毕竟相比当前“不上不下”的水平，足够便宜的买点也可以对冲风险扰动，即跌出来的机会。

以上观点来自：2024年12月1日中金公司研究部已发布的《特朗普交易的节奏与节点》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

李雨婕 分析员 SAC 执证编号：S0080523030005 SFC CE Ref: BRG962

附：一周主要研报回顾

宏观

2024.12.6 中国宏观简评：政策初见效，基本面偏弱——11月经济数据前瞻

策略及大宗商品

2024.12.2 A股和港股行业首选：2024年12月

2024.12.7 全球资金流向监测：被动外资转为流入

2024.12.7 能源：聚焦：OPEC+会议点评：保平衡下的慢增产

固定收益

2024.12.2 信用分析周报：中国信用债评级调整周报

2024.12.3 深度研究：需求波动加大，供给弹性增强——2025年信用策略

2024.12.4 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报

2024.12.5 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报

2024.12.6 固收+：非银优先股扩容的三条路径

2024.12.7 简评：信用债整体修复，行业及区域利差多数被动走扩——2024年11月行业利差跟踪

2024.12.7 信用债收益率跟踪周报：同业存款自律新规带动债市收益率下行

行业

2024.12.2 电力电气设备：3Q24全球动力电池回顾：海外需求仍疲软，盈利分化延续

2024.12.2 公用事业：电碳10月月报：工业需求增速延续环比走弱趋势；风况改善，但风光消纳承压

2024.12.2 医疗健康：中金医药月度10+7组合：24年12月组合

2024.12.2 博彩及奢侈品：11月总博彩收入同比增长14.9%，符合一致预期

2024.12.2 机械：工程机械宝马展：国际化、电动化趋势延续，矿山机械开创成长新纪元

2024.12.2 电力电气设备：电新双周报：全球储能中标容量环比上升，工控企业利润降幅收窄

2024.12.3 不动产与空间服务：周评#417：11月一、二手房销售环比有增

2024.12.3 主题研究：多晶硅期货和期权规则征求意见，优质N型硅料企业有望受益

2024.12.3 房地产：美国住宅市场：滞胀格局持续

- 2024.12.3 REITs: 公募REITs月报(2024-11): 板块有所轮动, 关注配置结构
- 2024.12.4 电力电气设备: 新能源车月度观察: 10月产业链供需两旺, 部分环节有望迎来涨价
- 2024.12.4 传媒互联网: OTA和网约车月报: 国内出行需求回升
- 2024.12.4 传媒互联网: 传媒2025年展望: 优质内容为基, AI应用助力, 迈向高质量发展
- 2024.12.4 可选消费: “谷子经济”方兴未艾, 看好综合竞争优势突出的龙头公司
- 2024.12.5 银行: 问题金融机构案例启示: 何为成功的重组?
- 2024.12.5 香港金融: 把握亚洲结构性增长机会——香港银行财富管理业务分析指南
- 2024.12.5 电力电气设备: 储能行业2025年展望: 全球储能拐点加速到来, 看好中国企业出海百花齐放
- 2024.12.6 银行: 11月金融数据前瞻: 政府融资加速
- 2024.12.6 机械: 政府采购加大国产化支持力度, 需求β与国产化率迎来双重提升
- 2024.12.6 钢铁: 钢铁2025年展望: 寻找新均衡, 聚焦新变革
- 2024.12.6 家电及相关: 中国扫地机品牌黑五大幅增长, 全球市场进入淘汰赛
- 2024.12.6 航空航天科技: 耐高温复合材料: 飞行器热结构关键材料, 行业需求有望快速释放
- 2024.12.6 软件及服务: 人工智能十年展望(二十二): 字节AI向上突破, 有望带动生态繁荣
- 2024.12.8 日常消费: 零研月报: 1-10月品类销售额增速分化, 速冻火锅料、饮品类延续较好表现

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn