

研报精选

2024年11月3日 第194期

宏观专栏

从筹资现金流看财政力度

报告认为，政府筹资性收入是衡量财政力度的重要出发点。从年初至今的数据来看，今年广义财政净筹资收入同比收缩，主要原因是土地收入下滑以及城投净融资减少。向前看，考虑到土地收入有可能进一步下降，政府债务融资或需有所增加。

美国经济正在走向软着陆

美国三季度GDP环比折年增速较二季度小幅回落。报告认为，房地产和建筑投资相对偏弱，但个人消费支出强劲，企业设备投资扩张，出口与政府开支提速，表明美国经济增长仍然稳健。

专题聚焦

资产配置的新趋势

报告聚焦大类资产风险收益特征，发现三点关键性资产运行规律变化：
1) 股票与债券的相关性转负；2) 股票波动率或在冲高后进入下行通道；
3) 中外资产相关性明显降低。

大选前后的资产表现规律

报告通过回顾2016年美国大选前后的资产表现经验，认为美国大选结果的意外程度、市场提前计入预期的多寡、不同政策的推进顺序都会影响最终的资产表现。

宏观专栏

从筹资现金流看财政力度

政府税费收入上升会减少非政府部门的资产，但政府筹资收入不会减少非政府部门的资产，因此政府筹资性收入是衡量财政力度的重要出发点。2023年狭义财政筹资性净收入较2021年下降了2.4个百分点，最重要的原因是土地收入下降，政府债务融资部分抵消了土地收入下降的影响。从年初至今的数据来看，2024年广义财政净筹资收入同比收缩，与GDP的比例同比下降3个百分点左右，主要原因是土地收入下滑以及城投净融资减少。向前看，政府债务融资的增加可能要考虑覆盖土地收入的进一步下降；另外，在降低广义财政还本付息负担方面，债务置换可以发挥比较突出的作用，潜在空间较大。

政府税费收入上升会减少非政府部门的资产，但政府筹资收入不会减少非政府部门的资产，因此政府筹资性收入是衡量财政力度的重要出发点。对于企业来说，我们会把现金流区分为经营性现金流、投资性现金流与筹资性现金流；对于政府来说，我们同样需要区分不同现金流的性质。在现代财政的实践下，政府的支出一般大于经常性收入（比如各类税费收入），这个缺口要通过筹资净收入来补足。经常性收入和筹资收入是不一样的，举例来说，在不考虑支出的前提下，税收收入的提高会损害私人部门的资产负债表，因为增加税收会导致私人部门的现金减少。与之形成对比的是，在不考虑支出的前提下，政府债务收入的提高并不会拖累私人部门的资产负债表，因为私人部门购买了国债后，现金虽然减少，但是相应增加了国债，私人部门资产负债表没有变化。

类似国债这样，可以增加政府部门收入、但又不损害非政府实体部门资产负债表的筹资方式在中国有很多，包括各种类型的政府债务融资、土地出让收入等。另外，此前年份结余的资金、央行投资获得的利润等，虽然并不算“筹资”，但是这类留存收益转化成的收入也不会减少当年私人部门的净资产。当我们衡量中国财政的力度时，应该将所有融资性收入以及其他不损害当年私人部门净资产的收入考虑进来，具体来看：

狭义财政筹资性收入=预算一般债+预算专项债+特别国债+增发国债+余额限额差的使用+土地出让收入+留存收益¹。

除了筹资收入以外，还需要考虑筹资支出。对于政府债来说，主要包括财政付息。筹资性支出主要是债务的还本付息以及股利分配等，对于财政来说主要是债务的还本付息。财政的筹资性支出与其他类型的财政支出也不同，筹资性支出增加并不一定直接增加非政府实体部门的资产（给予银行部门的利息不直接改善实体部门的资产负债表），而其他财政支出的增加会直接增加私人部门资产。中国政府部门的筹资性支出主要是政府债券的付息，其中约75%直接支付给银行部门；政府债券到期之后都可以顺利展期、对现金流没有影响。2021年以来政府给银行的付息占GDP比重在1.3%-1.4%之间，相对平稳。

综合筹资性收入和支出两端，我们可以用狭义财政筹资性净收入的概念，用来衡量狭义财政力度的大小：

狭义财政筹资性净收入=财政筹资性收入-政府债付给银行的利息

2023年狭义财政筹资性净收入较2021年下降了2.4个百分点，最重要的原因是土地收入的下降，政府债务融资部分抵消了土地收入下降的影响。2021年财政筹资性净收入占GDP比重约12.64%，2023年降至10.26%、低于疫情前2019年11.0%的水平。筹资性净收入下行的主要原因是土地出让收入减少：2021年土地出让收入为8.5万亿元（与GDP的比例为7.39%），2023年降至5.7万亿元（与GDP的比例为4.49%），土地收入与GDP的比例下降了2.9个百分点。政府债务融资与GDP的比例从2021年的6.58%上升到7.17%，提升了0.6个百分点，部分抵消了土地收入下降的影响。

除了考虑正规的政府部门之外，隐性债务的变化也非常重要。因此，需要将财政和城投的筹资性现金流综合起来衡量广义财政力度。近年来地方债务化解是一个核心的关注点，而城投是地方隐性债务最主要的融资主体。从筹资性现金流统筹财政和城投的一个好处是可以最大程度避免重复。从筹资性现金流的

¹ 留存收益包括央行利润上缴以及历年财政结余资金等，央行利润上缴在2022年起到了重要的作用。

收入来看，城投和政府的融资对象主要都是金融部门和非城投也非政府的实体部门，政府和城投相互之间的融资联系较少；从筹资现金流的支出端来看，政府债的付息不会流向城投、城投的还本付息也不会流向政府。筹资现金流的净流入越多，财政和城投能向其他部门提供的资源就越多，比如可以进行更多的基建投资、可以清偿城投和政府欠下的应付账款等等；筹资现金流越少、甚至为负，那么财政和城投就要从其他实体部门拿走更多的资源填补筹资缺口，比如要拖欠更多的应付账款、增加税费收入、减少投资等。因此，我们提供一个广义财政筹资性净收入的概念，用来衡量广义财政力度的大小：

广义财政筹资性净收入=狭义财政筹资性净收入+城投筹资性现金流净流入。

广义财政筹资性净收入的下降幅度要更大。我们使用2000余家在2021到2024年上半年均报告现金流量表的城投来估算城投筹资性现金流的变化。2021年，广义财政筹资性净收入占GDP的比重为15.5%，2023年降至12.6%，下降了2.9个百分点，这一降幅要比狭义财政口径的收缩幅度要更大。

如果从年初至今的数据来看，2024年广义财政净筹资收入同比收缩，与GDP的比例同比下降3个百分点左右，主要原因是土地收入下滑以及城投净融资的减少。如果用1-9月的数据结合样本城投公司半年报的数据推算，2024年1-9月，广义财政筹资性净收入与GDP的比例为9.76%，较2023年的12.65%下降了2.89个百分点，其中土地出让收入的下降拖累1.46个百分点，城投筹资性净现金流的减少拖累了1.92个百分点，其中0.72个百分点由融资减少贡献、1.20个百分点由还本付息压力增加贡献。根据2024年预算的数据，2024年债务融资（2023年增发国债的一部分算为2024年实际使用）与GDP的比例相比2023年增加0.5个百分点。另外，我们测算2024年财政付息占GDP的比例同比小幅上升0.05个百分点。

向前看，我们认为，政府债务融资的增加可能要考虑覆盖土地收入的进一步下降；另外，在降低广义财政还本付息负担方面，债务置换可以发挥比较突出的作用，潜在空间较大。由于2025年土地出让收入仍存在进一步下滑的压力，

狭义财政融资要想达到同比持平的水平，首先要在今年债务融资的基础上增加一部分用于抵消土地出让收入下滑的压力。另外，在更广义的财政力度方面，城投还本付息压力的缓解可能存在较大的空间。根据我们的计算，2024年城投筹资性现金流净流入占GDP的比例为0.5%左右，其中偿还债务现金流占GDP的比例可能为12.1%，这一比例较2023年上升了1.1个百分点、较2021年上升了2.9个百分点，如果债务置换能够大幅降低城投的付息压力，对于整体的财政融资收入将是有力的提振。



以上观点来自：2024年10月28日中金公司研究部已发布的《从筹资现金流看财政力度》

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

美国经济正在走向软着陆

美国2024年三季度实际GDP环比折年率2.8%，略低于市场预期的3.0%，也较二季度的3.0%小幅回落，但仍是一份亮眼的答卷。分项来看，个人消费支出强劲，企业设备投资扩张，出口与政府开支提速，表明美国经济增长仍然健康。相对偏弱的是房地产投资和建筑投资，显示高利率仍在产生抑制作用。此外，三季度通胀进一步回落，意味着美国经济正在走向软着陆。我们认为美联储暂不需要大幅度降息，预计下周降息25个基点，12月份是否跳过降息将视通胀进展而定。

美国三季度GDP环比折年增速较二季度小幅回落，但内需项目加速增长。2.8%的实际GDP环比折年率虽然不及市场预期的3.0%，但衡量内需的关键指标——国内私人购买最终销售（Final sales to private domestic purchasers）——环比折年率从上季度的2.7%反弹至3.2%，达到今年以来的最高水平。国内私人购买最终销售包括了个人消费支出和私人固定资产投资（不含库存），如果再将政府支出纳入考虑，第三季度国内购买最终销售环比折年率由上季度的2.8%反弹到了3.5%。

从分项来看，个人消费支出加速至2023年一季度以来的最高水平。三季度实际消费环比折年率3.7%，增幅较上个季度的2.8%有所扩大，对GDP贡献2.5个百分点。其中，商品消费支出环比折年大幅增加6%，其中耐用品消费从上季度5.5%进一步提速至8.1%，主要来自于机动车及零部件以及休闲商品的贡献，非耐用品消费也从上季度1.7%加速至4.9%。服务消费增速与上季度基本持平。

固定资产投资表现分化，设备投资继续扩张，主要因为飞机与信息设备投资强劲。房地产投资和建筑投资偏弱，库存小幅下降。设备投资环比增速从上季度的9.8%加速至11.1%，对GDP贡献0.6个百分点。从分行业贡献来看，交通运输设备（+0.29 ppt）与信息处理设备（+0.24 ppt）对于GDP贡献较大，后者可能反映了与人工智能（AI）相关的资本开支，比如数据中心的兴建和相关设备的投资。房地产投资连续两个季度下跌，表明高利率环境仍在对住宅地产形成压制。建筑投资下降，表明前期财政政策对制造业回流的刺激作用在消退。

向前看，四季度以来美债收益率回升，30年期固定抵押贷款利率反弹，可

能继续限制房地产市场复苏。美国抵押贷款银行家协会(MBA)的购房指数持续低迷,或表明在利率下降速度较慢的情况下,房地产市场复苏不会来的那么快。设备投资仍在磨底阶段,除AI以外的设备投资尚未复苏,后续还要等待全球经济周期重启的信号。另外美国总统大选结束后新一届政府的政策导向也会影响设备投资,如果新总统采取加征关税措施,或不利于制造业复苏。

贸易方面,进、出口均较二季度加速,进口增长部分反映了商家提前备货。净出口对增长的拖累从二季度的0.9个百分点收窄至0.6个百分点。三季度末的码头工人罢工可能使部分零售商提前备货,对关税的担心也可能带来进口“抢跑”,对贸易数据带来扰动。此外,今年以来电脑和计算机设备等资本品进口保持强劲增长,这与上面提到的AI拉动的投资相互印证。

另外一个值得关注的是政府支出明显加速,主要由国防开支带动。三季度美国政府支出环比折年增速从上季度3.1%加速至5.0%,其中联邦政府支出环比折年增长9.7%,为2021年一季度以来最快增长。国防军工支出在上季度增长6.4%后,三季度进一步环比折年增加14.9%,这是2003年以来的最快增速。这部分与此前国会通过的援助乌克兰的法案有关。非国防的联邦政府开支也加速至年内最高水平,部分与大选前现任政府提高支出有关。向前看,美国政府支出或存在惯性,很难转向财政秩序整顿。

GDP数据不支持美联储大幅降息,我们预计下周美联储最多降息25个基点。三季度通胀进一步回落,PCE环比折年增速从上季度2.5%降至1.5%,核心PCE环比折年增速从上季度2.8%降至2.2%,结合强劲的增长数据,显示美国经济仍在驶往软着陆的“正轨”之上。经济增长健康、劳动力市场趋于稳定,美联储进一步大踏步降息的必要性不高。我们预计美联储在下周的FOMC会议上很可能采取相对谨慎的政策立场,最有可能的情况是实施25个基点的温和降息,同时保留政策灵活性,12月份是否跳过降息将视通胀进展而定。

以上观点来自: 2024年10月31日中金公司研究部已发布的《美国经济正在走向软着陆》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号: S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号: S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

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

专题聚焦

大类资产10月报：资产配置的新趋势

疫情之后全球经济进入“大分化”时代，我国同时迎来人口、地产、全球化与杠杆率四大结构性拐点，资产运行规律也相应发生深刻变化。在2024年大类展望《[估值变局的风险与机会](#)》中，我们讨论了资产估值中枢重估，本文则聚焦大类资产风险收益特征。我们发现3点关键性资产运行规律变化，或对新时期资产配置思路产生重大影响。

第一，股票与债券的相关性转负。增长和通胀是影响资产走势的主要宏观因子。当其他因素不变时，增长上行改善盈利预期，提振风险情绪，此时股票涨债券跌，股债呈负相关；增长下行避险情绪升温，股票跌债券涨，两种资产走势相反，股债仍然呈负相关。当其他因素不变时，通胀上行形成流动性紧缩预期，导致股债同跌，反之通胀下行股债同涨，股债呈正相关。因此，**增长与通胀分别对应股债走势负相关与正相关。**疫情前我国股债相关性长期以零值为中枢上下波动，或反映增长与通胀影响势均力敌。疫情之后股债相关性转负，一度接近-40%，可能反映经济进入低通胀时代，增长预期主导市场主线。近年股债走势与反映增长因子的高频经济活动指数高度一致。从统计规律来看，通胀越低，股债负相关越明显，不但适用于中国市场，也适用于美国市场。2000-2020年的美国市场长期处于低通胀时代，股债相关性由正转负。疫情后美国通胀一度冲高至过去30年最高水平，随后快速回落。通胀大开大合，成为市场焦点，导致股债相关性重新回正。此时债券对股票的风险对冲能力明显下降，不但削弱了债券配置价值，同时让投资者担忧传统股债60/40组合正在海外失效。

第二，股票波动率或在冲高后进入下行通道。9月末强力政策信号大幅扭转市场预期，让股票波动率明显上行，11月初将迎来美国大选、美联储会议与人大常委会会议，政策不确定性增大，大类资产可能重新定价市场前景，市场波动率可能仍然偏高。但在事件冲击落地后，我们认为中国股票波动率可能在中长期逐渐确认下行通道：**我们发现十年期国债利率与沪深300波动率同向运行，利率领先波动率1年左右，低利率可能伴随低波动。**利率与波动率的关系存在

多种解释机制：1) 利率下行可能降低企业再融资成本，降低企业运营风险，从分母端利好股票，股票上涨时波动率往往下降（Black, 1976）。2) 经济增长与通胀同步下降，带动资产名义回报下降。波动率是名义回报的标准差，技术上讲也会随之降低。3) 我们复盘了过去100年15个国家的信用通胀下行周期的经验，发现股票在大周期拐点之前下行压力较大，新周期确认后进入温和修复阶段，而利率会持续下行（《[大类资产2024H2展望：守正待时](#)》）。在宏观基本面以外，资本市场的建设完善也支持波动率下行。4月推出的资本市场新“国九条”首次提出“加强战略性力量储备和稳定机制建设”，强调维护市场平稳运行，特别是要增强资本市场内在稳定性，完善风险监测处置机制，着力稳信心、稳预期²。二十届三中全会《决定》再次强调明确“提升资本市场内在稳定性是健全资本市场基础功能的基础”³。政策支持、制度完善与机构投资者占比上升，为股票波动率下降打下基础。

第三，中外资产相关性明显降低。中国处于金融周期下半场，欧美处于金融周期上半场，叠加国家经济主义思潮回归，让全球经济由“大缓和”时代进入“大分化”时代。中美经济周期错位、经济基本面分化导致到资产关联度下降，中国资产与海外资产的相关性出现大幅下降。以股票为例，欧美股票大盘相关性为0.5左右，中美大盘相关性由0.25下降至0附近。债券也表现出同样特征，欧美债市相关性保持在0.3上方较高水平，而中美债市相关性从最高0.36降至当前0附近。中国与海外资产相关性下降，意味着全球资产组合中加入中国资产可以明显分散风险。如果中国资产的预期回报逐渐稳定，那么中国资产对全球投资者的配置价值也会提升，自9月24日国新办发布会后，外资结束长期流出势头，EPFR数据显示海外投资者对大陆和香港市场配置意愿大幅提升，近4周累计流入A股超360亿美元，流入港股超580亿美元，已经修复至2023年底水平。

新时期的资产配置思路：战略上提升股票配比，战术上平衡灵活。从上述3点资产运行新特征出发，结合周期运行规律，我们认为需要调整资产配置思

² <http://cpc.people.com.cn/n1/2024/0413/c64387-40215216.html>

³ https://www.gov.cn/zhengce/202407/content_6963770.htm

路。战略配置层面，股票波动性降低，股债相关性转负，意味着对冲同等幅度的股票风险，需要更低的债券配置，因此投资组合中可以把更多资产配置向股票。中国资产与海外相关性的降低，提升了中国资产在全球投资组合中的风险分散价值。我们的股债模拟组合显示，使用当前的资产风险收益特征，可以把60/40组合中的股票配置提升至70%左右，仍能取得与此前60/40组合接近的波动率。因此综合考虑风险与收益，当前有必要提升股票资产配置，下调安全资产配置。战术配置层面，由于政策强度与节奏难以预测，新宏观形势下逆周期调节政策起效偏慢，可能导致股票配置价值上升呈现一个波浪式过程，资产价格可能经过一段“箱体震荡”，股债轮动与行业轮动更为频繁。处于这种市场环境，资产配置调整不宜一步到位，直接“由债入股”。我们建议**首先保持股债平衡，多做战术调整与再平衡，逢低增加股票配置。**



以上观点来自：2024年10月27日中金公司研究部已发布的《大类资产10月报：资产配置的新趋势》

李昭 分析员 SAC 执证编号：S0080523050001 SFC CE Ref: BTR923

屈博韬 联系人 SAC 执证编号：S0080123080031

杨晓卿 分析员 SAC 执证编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

专题聚焦

大选前后的资产表现规律——2024年美国大选追踪（八）

本文中，我们将“借鉴”2016年大选前后的资产表现经验，判断后续资产交易的可能方向。以2016年为借鉴，需要充分考虑其背后驱动逻辑和不同点，非简单类比。若特朗普当选且“共和党全胜”，表面上与2016年一样，但存在诸多不同。例如，1) 2016年特朗普胜选“超预期”，市场反应强烈，此次则不然；2) 中美宏观基本面不同，中国彼时处于修复通道且棚改的显著效果将逐步显现；3) 美联储货币政策所处位置不同，2016年处于加息初期，12月即将开启第二次加息，而现在处于降息周期；4) 此外，市场也有学习能力，特朗普执政思路或会变化，这些在复盘时都需考虑。

2016年大选前后的资产表现：“意外”获胜触发特朗普交易，政策受阻后暂缓，税改成功后重启；2018年贸易摩擦。

2016年大选年同样也充满各种地缘变数和政策不确定性，“黑天鹅”事件频发导致市场动荡，也使美债黄金等避险资产大部分时间强势，直到11月特朗普胜选后逆转。简言之，2016年大选前后可以分成五个阶段：1) 全球宏观波动增加；2) 大选后触发特朗普交易；3) 特朗普交易“暂缓”；4) 税改成功重启特朗普交易；5) 中美贸易摩擦升温。

► **全球宏观波动增加(2016年初至2016年10月)**: 2016年大选年也充斥各种地缘变数与政策不确定性，导致市场波动增加，避险资产如黄金和美债在2016年大部分时间都是主线。例如，年初德意志银行CoCo债偿付风险、日央行意外推出负利率，以及中国市场两次“熔断”。到了年中，6月23日英国脱欧公投意外通过，短期造成全球风险资产被剧烈抛售，进一步推动美债和黄金等避险资产走强。这一情形与当前有类似之处。

► **特朗普交易骤然升温(2016年11月至2017年1月)**: 11月8日特朗普胜选，围绕其政策形成的乐观预期推动“特朗普交易”升温。市场预期特朗普当选后有“宽财政”，美国经济增长动能和通胀水平或加速，资产体现为，1) 美债利率快速抬升，美元走强。大选后的一个月美债利率抬升74bp，从1.7%到2.6%，

美元指数也由97突破103。2) 风险偏好推动美股上行，三大指数在此期间涨幅10%，估值扩张为主要贡献。价值领先成长，道琼斯跑赢纳斯达克。3) 强周期和资源类资产优于防御性品种，特朗普当选后再通胀预期推动铜和原油大涨，黄金逆转，大选后一个月内下跌3%。

由于市场已经在提前交易，如果特朗普当选，意外程度或难以比肩2016年。此外，如果胜选后的政策与地缘局势并没有在短时间内马上释放，那么基于不确定性而不断走强的避险资产，例如明显脱离美元和利率基本面的黄金也可能与2016年类似面临一定回调压力。

► 特朗普交易暂缓（2017年3月至10月）：由于政策落地需要时间，加上资产透支，导致正式就任后特朗普交易暂缓。市场在特朗普胜选后的快速反应几乎把大部分乐观预期都充分计入，但政策推进毕竟需要时间，甚至还可能短期受挫，如2017年3月，特朗普医改在众议院共和党内部意外受挫，成为特朗普交易“暂缓”的转折点。美债利率和美元指数转为震荡，等待进一步催化剂。美股尽管仍在上涨并再创新高，但领涨板块由价值切换为成长。对比此次大选，这意味着当前的交易逻辑也不会一成不变，若政策推进不顺畅，可能也出现阶段性暂缓甚至逆转。

► 税改成功重启特朗普交易（2017年10月至2018年10月）：2017年9月底白宫官方发布税改框架、11月中旬和12月初分别在众议院和参议院通过税改法案，12月22日特朗普正式签署法案。税改预期升温推动“特朗普交易”卷土重来，美债利率和美元自9月初低点重启上行势头，道琼斯为代表的价值风格跑赢，铜和原油走高，黄金走弱。

► 中美贸易摩擦升温（2018年3月）：2018年3月，特朗普签署行政令计划对中国500亿美元商品加征关税，中美贸易摩擦逐步升温。美元快速走强，压制新兴市场表现；美债利率在增长、通胀和加息预期维持高位；减税通过改善美股盈利继续支撑美股表现直至当年10月；铜和原油自2018年中关税生效后明显回调，但原油滞后于铜价反应。对比当前，关税政策在特朗普各项政策中的优先级尚不清晰，因此政策的推出顺序也不能照搬2018年。

通过复盘2016年大选前后的资产经验，可以发现，大选结果的意外程度、

市场提前计入预期的多寡、不同政策的推进顺序都会影响最终的资产表现，可能呈现的是2016年经验的缩小版、重叠版、甚至逆转版，所以针对不同阶段的特征来做未来推演是一个更有效且可行的方式。

2016年对此次大选的借鉴，有什么不同？宏观周期、市场预期、中国经济和政策准备。

我们在《[美国大选的一般性规律与影响](#)》中复盘了过去多次大选和资产的平均表现。总的来说，大选年的一些共性表现在于：1）越临近投票日期，市场波动率越高；2）民主党胜选时风险资产普遍表现更好，股市、工业金属表现更优；共和党胜选时原油和美元更强；3）民主党更多偏好新经济（传媒、教育、科技创新等），共和党对传统制造业更友好（能源、建筑等）；4）货币政策在大选年并无特殊之处；5）财政力度取决于大选年党派分布，国会与总统对立时大选当年财政往往收缩，大选次年由于新政策并未完全落地，财政绝大多数情况也在收缩。

通过复盘2016年经验，我们重点总结提炼本轮大选的几点不同之处：

► **美国的宏观周期位置不同：**2016年美联储处于加息周期，彼时经济增长较为强劲但通胀压力并不大，美联储的加息是渐进式的将货币政策从2008年金融危机后的超宽松状态调整到正常水平。2017年初伴随通胀回落，美联储还短暂的停止了加息。当前货币政策处于降息周期，虽然经济基本面仍较为稳固，但通胀问题并未完全解决。因此从这个角度看，降息+特朗普政策的组合可能对增长和通胀的影响与2016年不同，当前宏观环境下，特朗普政策可能带来相比2016年更大的通胀压力。

► **市场计入的预期程度不同：**2016年特朗普胜选是一个“意外”事件，因此大多数资产都是在胜选当下出现了短期剧烈的反应，如美债利率和美元的大幅上行等。但当前市场已经对特朗普交易计入了较多的预期，如人民币、墨西哥和越南汇率走弱、美股油气指数相对清洁能源跑赢、金融行业跑赢指数等（《[谁能赢得美国大选？金融市场交易的信号](#)》）。因此，本轮资产表现类似于2016年“特朗普交易”的前置，如果大选后再度冲高，不排除短期透支预期。

► **中国经济和政策准备不同**：美国大选对中国的影响更多体现在贸易和产业政策上（《[大选如何影响中国市场？](#)》），也是市场关注的焦点。对比2018年的贸易摩擦，当前的三点核心不同可能导致本轮的影响不容忽视：**1）中国的经济环境不同**，2018年虽处于金融去杠杆阶段，但房地产基本面韧性仍存，且中游制造业没有出现当前明显的供过于求的局面，换言之，当前增长对外需的依赖度更高。**2）汇率对冲关税的空间不同**。上一次关税政策实施时，人民币累计贬值11%，吸收了相当的成本。美联储在2018年关税开始实施后不久就开始转向降息周期，但此轮关税后续如果实施，面临的是最大阶段已经过去甚至可能结束的美联储降息周期。此外，特朗普的弱美元干预政策和国内政策对汇率的要求，也可能约束通过汇率手段吸收关税成本的空间。**3）特朗普的政策也在迭代**，相比上一轮从无到有的关税增加，经过四年，特朗普也可能“继承”拜登政府时期对供应链重构的重视，就如同拜登在四年前“继承”特朗普25%的关税一样，这将使得贸易转移的通道受阻，这也是近期墨西哥和越南股汇下跌的原因。

大选前后如何交易？美债若冲高可提供短期交易机会、美元强、美股波动但长期不悲观、大宗中性偏多、黄金防范透支。

回头看，9月美联储50bp“非常规降息”的开局反而造成了利率的底部，这一看似“背离”的走势与我们在报告中反复强调“反着想、反着做”的思路一致，即降息兑现之时恰恰是美债利率见底之时《[降息交易手册](#)》。恰逢大选临近，特朗普交易的升温进一步放大相关资产如美债和黄金的表现。但是，正如上文分析，预期的提前计入和政策推进的不确定性，在不改变方向的同时也可能提供短期交易性机会。

► **美债：若大选后冲高或带来短期交易性机会**。近期利率的大幅上行，一是纠正之前过于透支的衰退和降息预期，二是被特朗普交易所强化。前者使得利率下行的大方向可能已经结束，但后者却可能使得利率短期冲高过多而透支，尤其是后续政策推进没那么顺畅，甚至受阻的时候。因此方向大体已定，很难再突破前期低点，但仍有交易性机会，尤其是大选后如果再度冲高。我们测算的美债合理中枢为**3.8-4%**。

► **美元：整体偏强，但需关注政策是否干预贬值。** 本轮美国经济基本面并不差，不论美联储降息有助于经济修复还是特朗普增量刺激政策，都可能支撑美元，我们测算美元合理中枢为102~106。但更为关键的是特朗普、尤其是作为其贸易和经济幕僚核心的莱特希泽希望通过干预美元走弱来强化美国制造业和出口竞争力，这将会对贸易和全球金融体系都产生重大影响，大选后需要关注莱特希泽成为美国财长的可能性。

► **美股：短期或有扰动，但长期不悲观。** 当前美股较高的估值、三季度业绩、美国大选的政策变数都不排除带来扰动，但在当前美国财政发力、AI产业趋势以及全球资金再配置的三大宏观支柱未发生改变的背景下，美股长期并不悲观。“共和党全胜”表现更好，盈利受益于减税政策的提振，结构上偏向周期股。风险在于出现博彩胜率较小的特朗普+民主党国会或者“民主党全胜”。

► **大宗：中性偏多，但需等待催化剂。** 特朗普当选后的关键点在于对内减税和对外加关税的推进顺序。供给侧在中东和俄乌地缘局势扰动不确定性及美国潜在加大开采的背景下可能承压，但大选的财税等增量政策也会推升需求。

► **黄金：短期超预期走强交易政策不确定性，但需防范短期透支风险。** 当前黄金的持续走强计入较多特朗普政策框架下的避险和抗通胀需求，一定程度偏离美元和实际利率定价下的基本面支撑水平。2016年英国脱欧后，黄金始终维持高位，但计入的风险在大选后并未兑现，基本面同样也无法支撑回调的风险。因此，若大选后没有出现预期程度的风险，也需要防范透支后回调的风险。我们基于美元和实际利率测算的黄金中枢点位为2400~2600美元/盎司。考虑到地缘风险和央行购金不确定性，过去2年平均补偿约100美元风险溢价，极端情况（均值+1倍标准）补偿约200美元溢价。

以上观点来自：2024年10月27日中金公司研究部已发布的《大选前后的资产表现规律——2024年美国大选追踪（八）》

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

杨萱庭 分析员 SAC 执证编号：S0080524070028

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

- 2024.10.28 中国图说中国宏观周报：从筹资现金流看财政力度
- 2024.10.28 中国宏观热点速评：工企成本缘何上升？——2024年1-9月工业企业利润点评
- 2024.10.31 海外宏观简评：美国经济正在走向软着陆
- 2024.10.31 中国宏观热点速评：政策驱动PMI重回扩张——10月PMI点评
- 2024.11.2 海外宏观简评：飓风和罢工致美国非农疲软

策略及大宗商品

- 2024.10.31 三季度业绩快览：企业基本面仍待提振
- 2024.11.1 主题策略：美国大选如何影响A股市场？
- 2024.11.2 A股和港股行业首选：2024年11月
- 2024.11.2 全球资金流向监测：主被动外资均流出

固定收益

- 2024.10.28 简评：哪些债基出现净申购？——债券型基金24Q3点评
- 2024.10.28 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.10.28 简评：央行新增买断式逆回购与现有工具的变与不变
- 2024.10.29 简评：股市虽引发债市波动，机构依然积极增持债券——2024年9月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2024.10.29 专题研究：港股上市公司财报怎么看：CAS、IFRS和US GAAP的异同研究
- 2024.10.30 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.10.31 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.10.31 简评：生产端改善好于需求端，仍待更多政策支持——10月PMI数据分析
- 2024.10.31 简评：保隆科技转债投资价值分析
- 2024.11.2 信用债收益率跟踪周报：信用回暖不及利率，信用利差继续走扩

行业

- 2024.10.28 农业：3Q24基金农业持仓：超配转为低配，减持养殖、增持种植及消费

- 2024.10.28 日常消费：基金3Q24食品饮料持仓分析：白酒重仓占比环比提升，其他子板块表现分化
- 2024.10.28 软件及服务：AI动态跟踪：AI Agent智能体迭代加速，落地渐近
- 2024.10.28 机械：人形机器人10月月报：We Robot成功落幕，智元机器人步入量产阶段
- 2024.10.28 主题研究：光伏供需改善可期，关注硅料、组件一体化
- 2024.10.28 机械：中金通用自动化双周报：美国AI巨头为何布局核能
- 2024.10.28 REITs：公募REITs周报（10.21-10.25）：市场延续调整，公募FOF持仓市值首超亿元
- 2024.10.28 交通运输物流：双周报#399：航空票价企稳，集运运价回升
- 2024.10.28 农业：粮食经济专题#1：粮安天下，种铸基石
- 2024.10.29 不动产与空间服务：周评#412：上周一二手房销售环比微增
- 2024.10.29 交通运输物流：3Q24基金持仓：配置比例下降，快递物流获得青睐
- 2024.10.29 传媒互联网：2025年春节档影片开始定档，关注优质内容带来边际修复弹性
- 2024.10.29 REITs：REITs三季报：压力犹存，主动经营显分化
- 2024.10.29 不动产与空间服务：3Q24持仓：仓位回升、接近标配
- 2024.10.29 主题研究：3Q24公募基金持仓/陆港通：电新板块公募持仓环比上升，陆港通表现平稳
- 2024.10.31 软件及服务：Minimax海螺AI视频海外反响积极，中国优秀模型厂商出海的亮眼样本
- 2024.10.31 传媒互联网：出版公司三季报回顾：表现分化，阶段性承压但整体经营仍稳健
- 2024.10.31 半导体：全球硬科技巡礼（三）：通往全球存储器大国之路，韩国半导体产业调研报告
- 2024.11.1 公用事业：电碳9月月报：高耗能用电量同比下滑；西北新能源消纳环比明显修复
- 2024.11.1 博彩及奢侈品：10月总博彩收入同比增长6.6%，符合一致预期
- 2024.11.2 证券及其他：单季盈利同比+42%/环比+15%、拐点已至
- 2024.11.2 日常消费：零研月报：1-9月品类销售额增速分化，部分饮品类延续较好表现
- 2024.11.2 传媒互联网：互联网周思考：海外科技公司在AI大潮中的选择：提升Capex降低Opex

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 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn