

研报精选

2024年10月20日 第192期

宏观专栏

稳需求，期待政策继续发力——9月经济数据点评

报告认为，我国三季度GDP环比小幅改善，但物价仍偏弱，反映需求缺口仍在。以旧换新拉动社零，基建边际回暖，政策效果初步显现。近期货币、房地产等政策加力，市场反映积极。往前看，面对需求缺口，逆周期的财政政策落实和加码是关键。

中美货币财政共振宽松

报告认为，中美正在进入新一轮货币财政共振宽松的政策周期，全球风险偏好有望提振，中美通胀预期有望上行。中美货币财政共振宽松或利好风险资产，黄金亦可能有不俗表现。

专题聚焦

促进公共数据的开发利用

报告认为，数据是新的生产要素，而目前公共数据开发还不足。未来，建立国家层面的公共数据开放平台有助于统一开放标准，使得公共数据能更好地汇集使用。

美国大选的四种情景推演

近日美国大选选情再度出现反转。报告根据美国大选最新进展，结合美国国会构成，推演了美国大选的四种可能结果，并在此基础上分析了相应的政策前景和资产影响。

宏观专栏

稳需求，期待政策继续发力——9月经济数据点评

三季度GDP环比小幅改善，但物价仍偏弱，反映需求缺口仍在。以旧换新拉动社零，基建边际回暖，政策效果初步显现。近期货币、资本市场、房地产等政策加力，市场反映积极。但在需求缺口持续累积的背景下，逆周期的财政政策落实和加码是关键，这方面值得期待。

三季度GDP环比小幅改善，物价仍然偏弱。从量来看，三季度GDP同比4.6%，低于二季度的4.7%，环比0.9%，高于二季度的0.5%，但仍然偏低。从价来看，三季度GDP平减指数同比下降0.6%，二季度同比下降0.7%。9月生产端皆较8月有所改善，呈现季末上冲效应。其中部分受天气因素影响，公用事业同比+10.1%（8月同比+6.8%）。高技术产业工业增加值同比+10.1%（8月同比+8.6%），是带动制造业改善的主要因素。医药、钢铁、电气机械同比增速较8月改善较多。而9月出口交货值同比+3.4%，较8月的6.4%下降，有台风等临时性因素的影响，可能也反映外围经济边际放缓。

以旧换新政策发力，提振9月社零总额增速。9月社零总额同比增长3.2%，增速改善1.1个百分点。其中，汽车类零售额增速结束了连续6个月的负增长，从-7.3%升至0.4%；家用电器和音像器材类零售额增速也从3.4%跳升至20.5%。我们估算汽车和家电分别贡献了9月社零增速改善0.8和0.5个百分点，基本解释了9月社零的增速上升。汽车和家电消费改善主要受消费品以旧换新政策的提振。根据商务部数据，截至10月16日24时，全国汽车报废更新补贴申请量已超过142万份¹；截至10月15日，全国家电以旧换新申请和购买人数分别突破2000万和1000万人，带动销售690.9亿元²。我们预计以旧换新政策在四季度可能对社零总额形成更有力的支撑。

如果剔除外生政策提振的汽车和家电消费贡献，我们估算9月社零增速可

¹ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202410/content_6980960.htm

² <http://finance.people.com.cn/n1/2024/1016/c1004-40340661.html>

能下降0.2个百分点，反映内生消费需要政策加力支持。9月城镇调查失业率同比上升0.1个百分点。三季度居民名义可支配收入同比增长5%，较二季度（4.5%）有所改善，按5年复合增速来看，边际上放缓。三季度居民名义消费支出同比增长3.5%，二季度为5.0%，有高基数的影响，也体现出就业和收入对消费内生增长形成制约。

1-9月固定资产投资同比上升3.4%，与1-8月持平。对应9月固定资产投资同比+3.4%，高于8月的2.0%，部分有季末上冲效应。分行业来看，基建、制造业、房地产投资皆边际改善，总体仍然呈现基建和制造业支撑而房地产偏弱的态势。反映政策加力，1-9月广义基建同比增长9.3%，较1-8月的7.9%提升1.4ppt。从分项上看，1-9月公用事业、交通运输、水利环境和公共设施管理业投资同比增速分别为24.8%、7.7%和2.8%（1-8月分别为23.5%、6.7%和1.2%）。展望四季度，根据近期财政部在国新办发布会上的发言³，要努力实现今年一般公共预算支出年初预算目标28.5万亿元。我们预计4季度财政支出有望继续加快，基建投资增速有望保持较高水平。

出口滞后效应和大规模设备更新改造政策支撑，制造业投资仍然保持较高增长，1-9月同比9.2%，较1-8月的9.1%小幅改善。分行业来看，1-9月通用设备、交运设备、汽车投资同比较1-8月上升1.1ppt、1.1ppt、0.4ppt，而食品、有色、电气机械投资同比较1-8月下降2.6ppt、1.4ppt、1.3ppt。展望未来，我们预计虽然出口或边际回落，但是大规模设备更新改造政策或持续落地，支撑制造业投资成为整体固定资产投资的主要支撑项。

9月房地产销售与投资仍较弱，政策效果待显现。全国商品房销售面积与金额同比跌幅持平略收窄，从8月-12.6%和-17.2%分别收窄至-11.0%和-16.3%，但70城新房和二手住房价格同比增速分别从8月的-5.7%和-8.6%进一步下滑至-6.1%和-9.0%。9月集中供地叠加去年低基数导致300城土地成交建面和价款同比增速由8月的-45%和-56%上升至-12%和5.8%。住宅新开工降幅走阔（9月

³ <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34941/index.html>

同比-19.9%，8月-16.7%）、竣工降幅略有收窄（9月同比-31.4%，8月同比-36.6%），施工降幅基本持平（9月同比-12.2%，8月-12.0%）。开发资金来源降幅由-10.6%走阔至-18.4%，其中各项资金来源的降幅均有所走阔。投资同比跌幅受非住（办公楼和商业营业住房投资）带动略收窄，同比降幅从-10.8%小幅收窄至-10.2%。



以上观点来自：2024年10月18日中金公司研究部已发布的《稳需求，期待政策继续发力——9月经济数据点评》

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

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

10月报：中美货币财政共振宽松

9月美联储降息50bps提振风险偏好，在经济韧性和降息预期逐渐回吐的情况下，海外资产仍然延续顺周期特征；国内密集推出一系列积极宽松政策，助推A股估值修复。

美国方面，美联储超预期开启降息，短期内对股市和金铜等金属起到了提振作用。降息叠加结构性的需求韧性，最新相关数据如新屋销售、JOLTs职位空缺、非农就业均超预期回暖，失业率回落至4.1%，促使降息预期收敛，长端利率自降息以来趋势上行，顺周期风格持续扩张趋势（请参见《[现金牛、顺周期、央企有望继续发力](#)》）。往前看，美国处于金融周期上行阶段，较强的内生动能叠加财政货币双宽松，可能促使美国经济实现较快复苏（请参见《[降息后，美国经济多快反弹？](#)》），强化海外顺周期逻辑。具体到10月份，我们预计美股在大选前一个月波动加剧，继续看好地产、可选消费、工业、原材料与能源板块等顺周期板块跑赢。我们判断美债曲线继续陡峭化，10年期利率伴随经济数据在3.9%-4.2%震荡，大选后伴随不确定消散、通胀及需求回升，长端利率有望趋势上行。大宗商品中，黄金有望维持强势；受地缘冲突影响，油价上行压力加剧；美国需求韧性支撑铜价在高位震荡，大选后有望再次站上10000美元每吨。

国内方面，9月24日央行、证监会和金融监管总局在国新会上推出一系列积极宽松的金融政策。9月26日政治局会议部署经济工作，提出促进房地产市场“止跌回稳”。积极政策提振下，投资者风险偏好明显改善，A股大幅反弹。10月12日，财政部在国新会上释放更加积极的财政政策信号，指出中央仍有较大举债空间，并加大对地方化债支持力度，以及多举措缓解年内财政收支压力等，反映财政在稳增长与防风险的力度双加码⁴（请参见《[信号积极，期待落实](#)》）。我们认为，当下政策底的确认有助于将短期由市场情绪和资金驱动的市场行情，演绎为中长期由基本面驱动的反转。往前看，财政政策如何发力是市

⁴ <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34941/index.html>

场反弹可持续性的关键（请参见《[财政还可如何发力](#)》）。风格上，继续看好自由现金流较稳定、股息率较高的现金牛和央国企。

我们认为中美正在进入新一轮货币财政共振宽松的政策周期，全球风险偏好有望提振，中美通胀预期有望上行。过去20年，中美经历过两轮货币财政政策共振宽松时期，分别为2008年9月至2009年6月、2019年11月至2020年12月。**2008年至2009年期间**，美国金融危机爆发，国内经济亦转向收缩，货币财政政策积极配合下，上证指数相较底部累计上涨71%。**2019年至2020年期间**，中美贸易摩擦叠加新冠疫情，全球经济承压，中美开启新一轮的货币和财政双宽松，上证指数相较底部累计上涨26%。**整体来看**，中美货币财政共振宽松期间，或利好风险资产，同时黄金在此背景下亦有望表现不俗。



以上观点来自：2024年10月16日中金公司研究部已发布的《10月报：中美货币财政共振宽松》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

于文博 分析员 SAC 执证编号：S0080523120009

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

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

专题聚焦

促进公共数据的开发利用

10月9日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加快公共数据资源开发利用的意见》（以下简称《意见》），是公共数据资源开发利用的顶层制度文件⁵。《意见》提出到2025年，公共数据资源开发利用制度规则初步建立，资源供给规模和质量明显提升。数据是新的生产要素，支撑数字经济的发展，而公共数据开发还不足，是此次《意见》出台的背景。本次意见从三个方面着手，明确共享、开放和授权运营三种开发利用方式，提升公共数据的有效供给。我们认为，公共数据开发有助于激活“沉睡数据”，壮大数据产业。未来，我们认为，建立国家层面的公共数据开放平台有助于统一开放标准，使得公共数据能更好地汇集使用。

数据是新的生产要素，支撑数字经济的发展，而公共数据开发还不足，是此次《意见》出台的背景。2020年，《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》首次提出将数据作为生产要素，与土地、劳动力、资本、技术并列。根据《数字中国发展报告》的数据，我国2023年数字经济核心产业增加值估计超过12万亿元，占GDP比重10%左右⁶，接近了《“十四五”数字经济发展规划》中的目标，即到2025年，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到10%⁷。根据中国信通院的统计，2023年，我国数字经济规模达到53.9万亿元，占GDP的比重达到42.8%，较2022年提升1.3个百分点⁸。特别是，人工智能时代，数据的价值更加凸显，高质量数据集是提升人工智能模型水平的一个瓶颈。公共数据的规模体量大、数据质量高，是数字经济的高质量发展的重要支撑。然而，我国公共数据开放还存在“不愿开放、不敢开放、不会开放”难题的问题，要素价值未得到充分释放⁹。

本次意见从三个方面着手，明确共享、开放和授权运营三种开发利用方式，

⁵ https://www.gov.cn/zhengce/202410/content_6978911.htm

⁶ <http://www.xinhuanet.com/tech/20240710/f47f37b437f949d788d9f7df6790c7aa/c.html>

⁷ https://www.gov.cn/zhengce/content/2022-01/12/content_5667817.htm

⁸ http://www.caict.ac.cn/kxyj/qwfb/bps/202408/t20240827_491581.htm

⁹ <https://www.iii.tsinghua.edu.cn/info/1131/3657.htm>

提升公共数据的有效供给。1) 数据共享是在各级政务部门间交换数据，有助于打破“数据孤岛”现象，提升公共服务效率。2) 数据开放是面向企业和社会公众，强调公益性。《意见》强调了要“明确公共数据开放的权责和范围”。如我们在《[数据或为瓶颈，确权并非关键](#)》里面所强调，公共数据开放的难点在于确定开放的边界。针对公共数据开放标准不一、使用不够便捷的问题，本次《意见》也提出“提高开放数据的完整性、准确性、及时性和机器可读性”。根据《中国地方公共数据开放利用报告（2024）》，截至2024年7月，我国已经有243个省级和城市的地方政府上线了数据开放平台，较2023年新增17个。开放的有效数据集超过了37万个，较2023年提升约2.4万条¹⁰。3) 数据授权运营是将数据授权给运营机构加工成数据产品和服务，再供社会调用。授权运营后的数据既可以有条件无偿使用，也可以根据政府指导定价收费使用。针对数据这种新的生产要素，如何确定其价格是新的课题，因此《意见》提出要“建立符合公共数据要素特性的价格形成机制”。在具体的落实方面，国家数据局已起草完成《公共数据资源登记管理暂行办法》《公共数据资源授权运营实施规范》，形成配套政策。

我们认为，公共数据开发有助于激活“沉睡数据”，壮大数据产业。根据《全国数据资源调查报告（2023年）》，2023年，我国数据生产总量为32.85泽字节（ZB），同比增长22.44%。2023年，全国数据存储总量为1.73泽字节（ZB），生产总量中2.9%的数据被保存。存储数据中，一年未使用的数据占比约4成¹¹。因为大量数据并没有被复用，难以发挥出数据的非竞争特性。我们认为，加快公共数据开发能激活大量“沉睡”数据的价值，扩大我国的数据产业。根据2024年数博会上发布的数据，2023年，全国数据产业规模超过2万亿元¹²。根据《关于促进数据产业高质量发展的指导意见》，到2029年，我国的数据产业规模年均复合增长率超过15%¹³，意味着未来五年我国的数据产业规模将翻倍。

建立国家层面的开放平台能进一步助力公共数据开发。目前，中国的公共

¹⁰ <http://ifopendata.fudan.edu.cn/report>

¹¹ <https://cn.chinadaily.com.cn/a/202405/25/WS66516b26a3109f7860ddf695.html>

¹² <https://news.cctv.com/2024/08/29/ARTIHB2wswKcsjvqbtTdJXVT240829.shtml>

¹³ https://sjj.hubei.gov.cn/bmdt/sjjyw/gj/202409/t20240927_5351745.shtml

数据开放平台以地方主导，还缺少国家层面的数据开放平台。参考国外公共数据的开放经验，我们认为，建立国家层面的公共数据开放平台有助于统一开放标准，使得公共数据能更好地汇集使用。1) 美国。1966年，美国通过《信息自由法》，规定美国联邦各机构公布不属于免于公开范围内的信息，其原则是“以公开为原则、不公开为例外”¹⁴。2009年，美国颁布《开放政府指令》，要求以透明、参与、协同为原则，进一步公开政府数据，使公众了解政府信息¹⁵。在《开放政府指令》颁布后，2009年Data.gov正式上线，成为美国国家层面的政府数据开放平台。Data.gov的数据量较大，主题丰富，截至2024年10月，共公开了28.2万个数据集，涵盖工业、商业、气候、能源、健康等主题。2) 欧盟。2011年，欧盟委员会通过“开放数据战略”以及《公共数据数字公开化决议》，明确了公共数据以“全部公开、例外不公开”为原则，向社会开放¹⁶。2021年，欧盟整合统一建立了官方政府数据开放平台European data portal，成为欧盟开放数据的单一访问点¹⁷。截至2024年10月，European data portal涵盖了35个国家的178.8万个数据集¹⁸。

以上观点来自：2024年10月14日中金公司研究部已发布的《促进公共数据的开发利用》

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

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

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

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

¹⁴ <https://www.justice.gov/archives/open/foia>

¹⁵ <https://obamawhitehouse.archives.gov/open/documents/open-government-directive>

¹⁶ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_11_1524

¹⁷ <https://op.europa.eu/webpub/op/annual-management-report-2021/en/>

¹⁸ <https://data.europa.eu/en>

专题聚焦

美国大选的四种情景推演——2024年美国大选追踪（六）

本文是我们“2024年美国大选追踪”系列的第六篇。目前距11月5日美国大选日仅剩3周，选情再度出现反转，此前势头强劲的哈里斯被特朗普反超，不仅在博彩赔率上逆转，在7个关键摇摆州中的6个也都落后，进一步增添了变数。我们此前在系列四与五《[“Trump 2.0”交易方向的新线索](#)》和《[哈里斯与特朗普的异同与影响](#)》中分别分析了两者政策差异与影响。随着大选临近，本文中，我们结合国会构成推演大选的四种可能结果，聚焦相应的政策前景和资产影响。

大选最新进展：特朗普在博彩赔率和关键摇摆州都已领先

相比更多反映普选票结果且可能存在样本偏差的普遍全国民调支持率，博彩赔率往往被视作更加敏感与高频的补充指标，而美国大选的“选举人票”制度更是决定了掌握较多选举人票的关键摇摆州的重要性（《[美国大选的一般性规律与影响](#)》）。近期，特朗普在博彩赔率和关键摇摆州都反超了哈里斯，给仅剩三周的大选带来了更多变数。

► **特朗普博彩赔率反超哈里斯。**截至2024年10月10日，哈里斯49%的民调支持率仍领先特朗普2个百分点，但PredictIt博彩数据显示，哈里斯的领先优势自9月下旬以来不断收窄，特朗普目前以54%的胜率反超哈里斯，也是7月下旬以来的第3次反转。

► **特朗普重拾多个摇摆州领先优势。**特朗普在多个摇摆州的支持率明显回升，重新在密歇根州、宾夕法尼亚州以及内华达州反超哈里斯，再加上始终领先的北卡罗来纳州、佐治亚州和亚利桑那州，共在7个摇摆州中的6个州领先。以选举人票最多（19票）的宾州为例，这一领先是2016年和2020年大选中，特朗普都没做到的。如果按照这一情形投票，特朗普获得的选举人票已达302票，足以锁定胜局（270票获胜），对比哈里斯236票。

共和党在国会选情中领先。众议院方面，2024年国会选举中众议院的435

个席位将全部改选。根据RCP统计，共和党预测领先的席位有207票 vs. 民主党的196票，距离主导分别差11票和22票，但博彩赔率显示民主党主导众议院的可能性更高，近期回落后仍超过50%。参议院方面，2024年大选中参议院的100个席位中有34席将进行改选¹⁹，RCP数据显示共和党预测领先的席位有50票 vs. 民主党的45票，博彩赔率也显示共和党胜率持续领先。

四种情形推演：共和党或民主党“全胜”、特朗普+民主党众议院、哈里斯+共和党众议院

总统能否得到国会支持，尤其是主导财税政策的众议院支持，将直接影响相关政策能否顺利推进。此次大选中，众议院的归属不确定性较高。我们结合最新的民调，按照可能性的高低，梳理了四种情形。从最新博彩赔率看，**共和党“全胜”（赢得总统和国会两院）概率最高**，10月初以来胜率由29%快速升至39%，扩大与民主党全胜胜率的差距（18%）。特朗普+民主党众议院为13%左右，而哈里斯+共和党众议院这一情形可能性相对最低，仅有5%。

► **共和党全胜（39%）**：特朗普当选且参众两院均为共和党控制，与特朗普2016年当选情形类似。这一情形下，更有利于推进特朗普的政策主张，尤其是减税等财税政策；

► **民主党全胜（18%）**：哈里斯当选且参众两院均为民主党控制，与奥巴马2008年当选情形类似。哈里斯的财税政策在此情形下推进或更为顺利；

► **特朗普+民主党众议院（13%）**：与2018年中期选举后分裂国会情形类似，时任总统特朗普与主导众议院的民主党对立。特朗普在这一情形中面临较大的财税政策推进难度，因此不排除通过行政手段先推进关税等对外贸易政策；

► **哈里斯+共和党众议院（5%）**：与2022年中期选举以来的情形类似，时任总统拜登与主导众议院的共和党对立。哈里斯财税政策较难推进，施政空间受阻，或以延续拜登任期内政策和调整行政执行手段为主。

政策前景：基建和科技是共识，产业存在分歧；财税需众议院支持；移民

¹⁹ <https://www.270towin.com/2024-senate-election/>

和贸易更多取决总统

综合特朗普和哈里斯的政策主张，以及国会两院职能差异，政策可能的前景为：1) 基建和科技政策推进可能性大，但在具体产业方向上有分歧；2) 财税政策则需要众议院支持；3) 移民与贸易政策更多取决于总统的自主裁量权。

► **基建政策：**支持基础建设投资是两党共识，但方向略有分歧。“共和党全胜”可以通过重新分配《通胀削减法案》和《两党基础设施法案》中的未使用资金至“道路、桥梁、大坝”领域，甚至可以削减或撤销此前通过的法案。然而在“民主党全胜”和其他总统国会对立的情形下，基建政策大概率将延续《两党基础设施法案》。

► **产业政策：**两党均支持人工智能发展但监管各有侧重；能源产业政策存在分歧。共和党主张减少对人工智能的监管，但或约束大型科技公司的行为以增强市场竞争。能源政策方面，或取消拜登政府此前发布的电动车强制令，石油和天然气勘探许可或加快发放。“民主党全胜”将延续对人工智能的强监管，同时从维护消费者利益角度实行反垄断；能源政策可能进一步增加清洁能源领域的发展。若出现“哈里斯+共和党众议院”或“特朗普+民主党众议院”情形，新旧能源将成为主要博弈点。

► **税收政策：**众议院的构成是关键。不管是哈里斯对企业和富人群体的加税计划，还是特朗普进一步削减企业税，都需要得到在财政和税收等有更大话语权的众议院的支持。从目前民调看，共和党继续掌控众议院依然是大概率，因此如果是特朗普获胜，那么其财税主张得到落地的可能性更大，反之哈里斯则会受到一定制约。

► **贸易政策：**不同于投资与税收政策，总统在贸易领域自主裁量权很大，国会基本无法做出有力干预。若特朗普当选，则有可能推进高关税政策，包括全面10%关税和对华60%额外关税。若哈里斯当选，可能大体维持现状。

► **移民政策：**与贸易政策类似，总统对移民政策调整有较大自主权。若特朗普当选，则有可能推出行政命令来收紧边境政策，包括但不限于驱逐等。

反之若哈里斯当选，则大概率将维持现有移民政策。

宏观含义：“共和党全胜”对增长和通胀的提振均最大，“特朗普+民主党众议院”则可能是“最差”情形

单独来看，哈里斯政策框架下的美国经济可能更类似过去拜登政府任期内情况的延续，即“不温不火”维持现有路径。需求增量的刺激力度不大，但供给的“破坏性”关税和移民政策也更温和。相比之下，特朗普有可能带来的是“大开大合”的变化。需求侧大规模减税提振美国经济增长，但大幅加关税、限制移民也可能造成供给侧的通胀风险（二者详细的政策与影响可参见系列四与五《[哈里斯与特朗普的异同与影响](#)》和《[“Trump 2.0”交易方向的新线索](#)》）。

上述四种情形中，1) “共和党全胜”对增长和通胀提振最大，但增长还是通胀主导可能还要看具体政策推出力度和先后。减税政策或在未来10年内拉动GDP 1.6ppt²⁰，但CPI或受关税影响在未来1~2年内抬升4~7ppt²¹；2) “特朗普+民主党众议院”可能是“最差”情形，即需求刺激受阻，但通胀扰动增加；3) “民主党全胜”下对增长拖累幅度最大（加税或在未来10年拖累GDP 2ppt²²），但医保和物价管理短期有助于通胀的回落；4) “哈里斯+共和党众议院”需求刺激和通胀扰动都可较小，更多是维持现状。

资产影响：整体利好美股但关税不利中国；美元偏强，黄金中性、利率上行；大宗资源品或受益特朗普刺激预期

判断大选的资产影响，除了特朗普与哈里斯政策本身差异外，不同政策推进的先后顺序也有直接影响，综合来看大概率的方向为：美股“共和党全胜”或更好，“特朗普+民主党”组合有通胀扰动，“民主党全胜”有加税压力；美债利率整体都有上行压力，且特朗普的压力更大；美元偏强，黄金中性，不确定性来自行政干预贬值和避险推动黄金需求；特朗普政策刺激或利好资源品虽然有供给压制，长期需求可能也会利好；特朗普关税或不利中国资产。

²⁰ <https://taxfoundation.org/research/all/federal/donald-trump-tax-plan-2024/>

²¹ <https://www.piie.com/research/piie-charts/2024/trumps-economic-policies-could-stoke-inflation-and-hurt-us-economy>

²² <https://taxfoundation.org/research/all/federal/kamala-harris-tax-plan-2024/>

► **美股**：“共和党全胜”情形下表现最好，“民主党全胜”盈利拖累幅度最深，“特朗普+民主党众议院”有通胀扰动，“哈里斯+共和党众议院”情形下则维持现状。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（《[本轮美股牛市的三大支柱](#)》），我们对美股长期不悲观。

► **美债**：特朗普的关税政策、对内减税和移民政策都更偏通胀性，“共和党全胜”情形下减税政策的通过或导致利率上行幅度高于“特朗普+民主党众议院”这一情形。反之，若哈里斯当选，其政策对供给侧压力和经济提振的效果小，意味着对美债利率提升的压力比特朗普当选的情形更小。

► **美元**：若特朗普当选，政策多数有利增长和通胀，支撑美元走强，但需要关注行政干预推动美元竞争性贬值。若哈里斯当选，政策对增长和通胀的刺激都相对更低，美元表现可能更加温和，“哈里斯+共和党众议院”情形下，加税政策推进困难较高，对美元表现的压制减弱，美元或小幅走强。

► **黄金**：降息和刺激政策均压制黄金表现，但避险需求或使黄金维持中性。若特朗普当选，关税、弱美元、俄乌和巴以等地缘不确定性，都将给避险资产提供一定配置需要，避险需求高于哈里斯当选的情形。

► **大宗**：“共和党全胜”下大规模减税或在交易上带来刺激预期，尽管有关税和增加供给压制；“特朗普+民主党众议院”情形下，对外加关税政策影响或被短期放大，叠加供给扰动，可能给铜价和油价增加短期下行压力。“民主党全胜”对清洁能源的侧重可能压制供给，支撑油价；但若共和党主导众议院，能源产业政策的博弈程度增加。

► **中国资产**：参考2018年经验，特朗普当选带来的关税扰动风险明显加大，尤其是“特朗普+民主党众议院”情形下，特朗普国内政策日程受阻反而会加大关税作为优先政策推进的可能性。若关税完全实施，短期不可避免的进出口带来压力（尤其是一些依赖度较大的行业），也加大内需刺激必要性。

相反，如果哈里斯当选，虽然难以松动，但可能也不会大幅改变现状。上

半年，中国出口成为增长的主要动力，贡献了GDP的13.9%。随着美国降息开启，利率敏感的地产部门已出现改善迹象（如再融资申请数量增加、银行放贷标准转松，成交改善等），这将有助于拉动地产链相关的商品进口需求，也是我们认为当下中美周期“变化”主要的资产交叉点，但也降低了国内刺激增加的概率（《[中美周期“拐点”的交易策略](#)》）。



以上观点来自：2024年10月15日中金公司研究部已发布的《美国大选的四种情景推演——2024年美国大选追踪（六）》

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

王子琳 联系人 SAC 执证编号：S0080123090053

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.10.14 中国宏观热点速评：物价仍弱，走势看政策力度与节奏——2024年9月物价数据点评
- 2024.10.14 中国图说中国宏观周报：促进公共数据的开发利用
- 2024.10.15 中国宏观热点速评：短期因素再度扰动出口——2024年9月进出口点评
- 2024.10.15 中国宏观热点速评：财政存款投放或将提振货币供应 | 2024年9月金融数据点评
- 2024.10.16 中国宏观探市：10月报：中美货币财政共振宽松
- 2024.10.18 中国宏观热点速评：稳需求，期待政策继续发力——9月经济数据点评
- 2024.10.18 联合解读：中金10月数说资产

策略及大宗商品

- 2024.10.14 三季报预览：哪些公司业绩有望超预期
- 2024.10.15 海外策略专题：美国大选的四种情景推演——2024年美国大选追踪（六）
- 2024.10.19 全球资金流向监测：外资在回调中的变化
- 2024.10.19 大宗商品：数据观察：9月数据点评：以旧换新政策下，需求弱修复

固定收益

- 2024.10.14 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.10.14 资产证券化分析周报：建筑类央企ABS利差追踪——无增信档占比提升
- 2024.10.14 简评：外需回落限制出口反弹，需要更多内需对冲——9月贸易数据分析
- 2024.10.14 简评：信贷需求仍待刺激，进一步引导利率下行仍是融资需求回升的基础——9月金融数据点评
- 2024.10.15 简评：如何看待后续理财规模变动
- 2024.10.15 中国房地产债券月报：9月房地产债券月报：政治局会议提及“止跌回稳”
- 2024.10.15 深度研究：政策频发下的信用债投资——2024年四季度信用策略
- 2024.10.16 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报

- 2024.10.16 中国城投债券月报：财政部再提化债，退平台征求意见——9月城投债券月报
- 2024.10.17 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.10.18 简评：地产仍有拖累，稳增长需要政策进一步发力——2024年三季度经济数据分析
- 2024.10.18 简评：洛凯股份转债投资价值分析
- 2024.10.19 中国利率策略周报：如何理解近期政策加码后对经济目前和未来的效果

行业

- 2024.10.14 机械：纺织品数码印花峰会：数码印花，从小众到流行
- 2024.10.14 REITs：公募REITs周报（10.8-10.11）：市场活跃度有所上升，关注三季度业绩情况
- 2024.10.14 传媒互联网：海外Robotaxi是否改变出行格局仍待观察
- 2024.10.14 汽车及零部件：汽车零部件3Q24业绩前瞻：原材料降本利好盈利修复，看好头部自主及新势力产业链
- 2024.10.14 有色金属：感受非洲铜的心跳——刚果（金）-赞比亚铜矿产业链调研报告
- 2024.10.15 银行：如何评估理财超预期的赎回？
- 2024.10.15 银行：政策拐点上的金融数据——9月社融数据解读
- 2024.10.15 不动产与空间服务：周评#410：上周新房销售面积较9月周均增近三成
- 2024.10.15 香港金融：港银3Q24业绩预览：盈利保持较高水平
- 2024.10.15 传媒互联网：双11前瞻：跨度拉长，投入加大
- 2024.10.15 公用事业：电碳8月月报：夏季高温继续支撑高用电需求；火电利用小时同比增速转正
- 2024.10.15 银行：3Q24银行业绩预览：相比当期业绩，关注重点更在政策效果
- 2024.10.15 新能源汽车：北特拟投资18.5亿元建设行星滚柱丝杠产能，人形机器人产业量产进程加速
- 2024.10.16 交通运输物流：交运3Q24业绩预览：周期板块分化，物流稳健增长
- 2024.10.16 金融：化债背景下不良资管机构的机遇与挑战
- 2024.10.17 交通运输物流：航空9月点评：国际线运力恢复至2019年9成，供需改善客座率继续超2019年同期
- 2024.10.17 房地产：五部门会议表态：发力城中村改造与保交付
- 2024.10.18 建材：五部门联合会议促地产平稳发展，建材板块待基本面修复

- 2024.10.18 家电及相关：以旧换新效果跟踪，假日期间继续放量
- 2024.10.18 房地产：9月楼市量价表现仍弱，持续关注政策进展
- 2024.10.18 传媒互联网：数据月报：9月内容相对平淡，关注政策及三季度业绩
- 2024.10.18 交通运输物流：双周报#398：民航淡季票价或企稳，跨境物流旺季备货即将开启
- 2024.10.18 医疗健康：肥胖诊疗指南出台，国内减重药空间有望打开
- 2024.10.19 建筑与工程：9月固投：制造业保持支撑，基建全面提速
- 2024.10.19 证券及其他：互换便利操作启动：证券公司有望发挥市场“稳定器”作用
- 2024.10.19 东南亚研究：东南亚10月月报：宏观、互联网、与消费
- 2024.10.19 可选消费：9月社零同增3.2%，政策支撑消费回暖
- 2024.10.20 传媒互联网：互联网周思考：震荡市场中寻找确定性



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